

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ADELZIRA SOUZA AFONSO

DETERMINANTES DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO FINANCEIRA
OBRIGATÓRIA DE EMPRESAS S.A. DE CAPITAL FECHADO

VITÓRIA
2015

ADELZIRA SOUZA AFONSO

**DETERMINANTES DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO FINANCEIRA
OBRIGATÓRIA DE EMPRESAS S.A. DE CAPITAL FECHADO**

Dissertação entregue ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo - UFES, como requisito para obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Profa. Patrícia Maria Bortolon

VITÓRIA

2015

RESUMO

A evidenciação das informações contábeis consiste em um processo estratégico da gestão empresarial. A produção e a divulgação dessas informações refletem os aspectos normativos que regem a contabilidade das empresas, bem como os objetivos dos gestores responsáveis pelo processo contábil. As empresas S.A. de Capital Fechado são obrigadas a divulgar um conjunto de informações, entretanto, a verificação do cumprimento dessas obrigações é bastante diferente do que ocorre com as empresas de capital aberto. O objetivo deste trabalho é identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* obrigatório das empresas S.A. de Capital Fechado com sede no Estado do Espírito Santo. Para tanto, foram analisadas as empresas S.A. de Capital Fechado que publicaram suas demonstrações em Diário Oficial do Estado do Espírito Santo. Foi desenvolvido um índice de *disclosure* obrigatório e o cumprimento ou não dos quesitos levou em consideração os diferentes níveis de obrigação a que as empresas estão sujeitas pela legislação. Foram utilizados modelos de regressão linear múltipla, além de modelos de regressão logística. O Relatório da Administração e a Demonstração do Resultado Abrangente foram os relatórios com menor índice de divulgação pelas empresas obrigadas a fazê-lo. Com relação aos determinantes do *disclosure*, os resultados são semelhantes aos relatados na literatura sobre *disclosure* voluntário para as empresas de capital aberto quando observado o endividamento, presença de firma de auditoria Big Four e idade. Entretanto, não se observou a usual relação significativa do *disclosure* obrigatório com tamanho.

Palavras-Chave: Capital Fechado, Evidenciação, Teoria do Disclosure.

ABSTRACT

Financial information disclosure has been a key (strategic) process in business management. Both production and distribution of information are under normative issues that head companies' accounts as well as the goals followed by accounting process managers. This study aims to identify the factors that explain the level of mandatory disclosure of anonymous private companies located in Espírito Santo State. To this end, this work analyzed private companies that published their balance accounts in either "Diário Oficial" of Espírito Santo State. A disclosure index was developed to measure the level of compliance of firms to the different levels of obligations they were subject to. Multiple linear regression models as well logistic regression models were employed. The Management Report and the Comprehensive Income Statement were the reports with lowest levels of compliance. Regarding determinants of disclosure, results are similar to observed in research about voluntary disclosure of public companies, when observed leverage, big four auditing company and age. However, the usual relationship of size with disclosure was not present in this research about mandatory disclosure.

Key-Words: Brazilian Corporations, Private Companies, Disclosure Theory.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Questões de Pesquisa para os estudos sobre Disclosure	22
Quadro 2 - Exigências da Lei 11.638/2007 sobre as empresas	26
Quadro 3 - Órgãos reguladores que aderiram ao CPC-26.....	29
Quadro 4 - Relação entre <i>disclosure</i> e características das empresas	32
Quadro 5 - Detalhamento do processo de coleta de dados	36
Quadro 6 - Índice de <i>disclosure</i>	39
Quadro 7 – Descrição das variáveis independentes	42
Quadro 8 - Descrição das variáveis de controle.....	43

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Sumário dos números da coleta de dados	37
Tabela 2 - Jornais identificados na amostra	40
Tabela 3 - Detalhamento dos setores das empresas da amostra	45
Tabela 4 - Empresas da amostra por setores tradicionais	46
Tabela 5 – Estatísticas descritivas	47
Tabela 6 – Ranking do índice de <i>Disclosure</i> por setores de atuação das empresas da amostra.....	48
Tabela 7 – Tipos de padrão contábil seguido pelas empresas	49
Tabela 8 – Descrição das publicações por padrão contábil	50
Tabela 9 – Descrição percentual do nível de evidenciação	51
Tabela 10 – Empresas de auditoria evidenciadas pela amostra	53
Tabela 11 - Ranking dos Setores das empresas com auditoria obrigatória ...	55
Tabela 12 – Ranking dos Setores das empresas com auditoria voluntária....	56
Tabela 13 - Matriz de correlação.....	57
Tabela 14 - Resultados da regressão linear múltipla, com <i>big four</i> como variável de controle (modelo 1)	58
Tabela 15 - Resultados da regressão linear múltipla, sem <i>big four</i>	59
Tabela 16 – Resultados da Regressão Logística (modelo 2)	61
Tabela 17 - Abertura do setor Indústria da amostra	62

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica
ANS - Agência Nacional da Saúde
ANTT - Agência Nacional de Transportes Terrestres
BACEN - Banco Central do Brasil
BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo
CFC – Conselho Federal de Contabilidade
CNAE - Classificação Nacional de Atividades Econômicas
CNPJ – Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM - Comissão de Valores Mobiliários
DFC – Demonstração do Fluxo de Caixa
DMPL - Demonstração da Mutação do Patrimônio Líquido
DRA – Demonstração do Resultado Abrangente
DVA – Demonstração do Valor Adicionado
IFRS – *International Financial Reporting Standards*
NBC – Normas Brasileiras de Contabilidade
S.A - Sociedade An nima
SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMÁTICA	8
1.2	OBJETIVOS DA PESQUISA.....	13
1.3	JUSTIFICATIVA	13
1.4	LIMITAÇÕES DO ESTUDO	14
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	15
2	REVISÃO TEÓRICA E DE LITERATURA	16
2.1	INFORMAÇÃO COMO OBJETO DAS CIÊNCIAS CONTÁBEIS.....	16
2.2	A TEORIA DO DISCLOSURE	18
2.3	ASPECTOS NORMATIVOS DAS DIVULGAÇÕES FINANCEIRAS EM EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO	23
2.4	MOTIVAÇÕES ESPECÍFICAS PARA O AUMENTO DO DISCLOSURE.....	30
3	MÉTODO E DADOS.....	34
3.1	AS HIPÓTESES DE PESQUISA.....	34
3.2	PROCESSO DE COLETA DE DADOS E A DEFINIÇÃO DA AMOSTRA	35
3.3	TRATAMENTO ESTATÍSTICO: MODELOS E VARIÁVEIS	38
3.3.1	Variável Dependente - Índice de disclosure.....	38
3.3.2	Variáveis Independentes.....	42
3.3.3	Variáveis de Controle	42
3.3.4	Os Modelos	44
3.4	OUTROS DADOS E INFORMAÇÕES RELEVANTES.....	45
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	47
4.1	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	47
4.2	DETERMINANTES DO DISCLOSURE FINANCEIRO	57
5	CONCLUSÕES	65
	REFERÊNCIAS.....	69

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMÁTICA

Esta dissertação trata das evidenciações obrigatórias contábil-financeiras das Sociedades Anônimas de Capital Fechado, requeridas pelo sistema normativo brasileiro. Portanto, seu objeto é a disponibilização de informações para os diversos usuários.

Quando se fala em ambiente empresarial tem-se em mente o estabelecimento de um jogo, fala-se até mesmo em jogos de empresas, ou em teoria dos jogos, referindo-se à estratégia de atuação dos atores em mercados concorrenciais em que o vencedor é aquele que consegue gerenciar adequadamente a informação. Por vezes, em jogos estratégicos, a informação sigilosa pode ser a chave do sucesso: o que se aplica, por exemplo, a um jogo de baralho, ou a um jogo de empresas no que tange, por exemplo, à estratégia de aquisição de concorrentes, investimentos em novos mercados, ou mesmo em um processo de cisão. No entanto, a atual conjuntura pode levar as empresas à buscarem jogadas muito mais afetas a um jogo de xadrez, onde diante das informações evidenciadas no tabuleiro a todos os participantes do jogo, caberá à empresa negociar estrategicamente com os usuários da informação.

A disponibilidade da informação contábil é um importante fator para a tomada de decisões, seja para usuários internos ou externos. Sua divulgação se faz por meio de relatórios e demonstrativos contábeis e financeiros, o que possibilita aos diversos interessados conhecer a trajetória da empresa num determinado exercício fiscal, possibilitando o delineamento de uma tendência. Todavia, a decisão sobre o que e como divulgar essas informações está concentrada no arbítrio de poucos agentes (ou atores); e são as instituições normativas e o aparato legal que agem no sentido de garantir que determinadas informações sejam divulgadas.

As decisões que envolvem os conteúdos a serem divulgados são estratégicas, pois tem o potencial de impactar inúmeros indicadores da empresa. Como exemplo: os números divulgados pela empresa serão

interpretados por analistas e tendem a influenciar o valor de mercado da empresa, ou mesmo podem determinar sua capacidade de pagamento, incidindo diretamente sobre as taxas de juros cobradas pelo sistema financeiro. Dessa perspectiva emanam algumas questões intrigantes, como: quais são os motivadores para que a informação contábil seja revelada e reflita de fato a situação econômica da empresa? Tratam-se mais de motivações ligadas aos aspectos normativos, ou existem ganhos nesse processo derivado das reações do complexo sistema que envolve o ambiente empresarial?

A resposta para essas questões passa pelo entendimento do sistema de leis e normas existente e praticado no país, seu reflexo na formação do processo contábil e a percepção do contexto histórico e ambiental em que a contabilidade se desenvolveu no país. Logo, o sistema normativo influencia o processo contábil de geração de informações (BALL, KOTHARI, ROBIN, 2000; BUSHMAN e PIOTROSKI, 2005). Uma contabilidade mais formal, preocupada no atendimento da legislação, tende a ser mais rígida e limitada, enquanto uma contabilidade voltada para a essência do fato econômico costuma ser mais flexível e explicitar com mais transparência a realidade de uma operação (LOPES; MARTINS, 2005).

Dito de outra forma, a rigidez ou flexibilidade da atuação dos atores envolvidos com a gerência contábil-financeira da empresa reflete-se no processo contábil. Em muitos casos, quando o sistema de leis tende a regular as práticas contábeis é possível verificar um maior conservadorismo na contabilidade das organizações, buscando o atendimento a determinadas normas fiscais, sem que haja distorções otimistas no processo de apuração dos números. Tal como explicou Lopes (2001, p. 93), “A ideia geral do conservadorismo é de fornecer informações mais confiáveis aos investidores por intermédio de demonstrações que não sejam excessivamente otimistas”.

Todavia, a adoção contínua desse conservadorismo pode resultar em uma distorção demasiadamente pessimista dos números da organização e levar a interpretações errôneas por parte dos seus usuários, conduzindo ao entendimento de que uma maior flexibilização pode ser uma escolha que

permite uma melhor tradução da *performance* das firmas (ALMEIDA *et al.*, 2012).

Quando se tratam de empresas de capital aberto que operam em bolsas de valores, existem inúmeros mecanismos legais e incentivos tácitos para que essas empresas divulguem seus relatórios financeiros com níveis importantes de detalhamento. Isso ocorre, dentre outras coisas, pelo fato de que essas informações constituem a base para a formação da opinião dos analistas de mercado (HEALY e PAPELU, 2001; MARTINEZ, 2004). Contudo, no âmbito das empresas de Capital Fechado, as motivações para o volume de evidenciação não são tão claras, mesmo sendo evidente que as exigências legais por si só deveriam ser a motivação trivial.

No processo de divulgação é interessante notar que mesmo diante de custos inerentes ao processo de divulgação, existem fatores que motivam as empresas a praticarem uma maior transparência, ou seja, evidenciações para além do mínimo normativo. Conforme Bushman, Piotroski e Smith (2004), essa divulgação de informações, com abertura das contas e das ações empresariais, entendida também como aumento de transparência corporativa, é o que se concebe como *Disclosure*. Assim, o que está em discussão é o tipo de evidenciação das informações, que pode ser obrigatório ou voluntário, e os motivos que levam ao seu aumento ou redução.

A evidenciação é uma necessidade empresarial, que serve ao sistema legal-normativo, mas também se liga aos aspectos do gerenciamento estratégico. No que tange ao aspecto legal-normativo, cabe salientar que para além das leis específicas que versam sobre o tema, algumas juntas comerciais (como as de São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais) expediram deliberações obrigando a publicação de balanços por parte de empresas de Grande Porte (vide Deliberação nº 02 da Jucesp). Além disso, uma ação ajuizada pela Associação Brasileira de Imprensa também busca obrigar as grandes companhias de Capital Fechado a publicarem seus demonstrativos financeiros nos mesmos moldes das equiparadas de capital aberto.

Seguindo nessa direção, alguns projetos de Lei (Projeto de Lei do Senado nº 243/08, o Projeto de Lei nº 1.572/11, e o Projeto de Lei nº

4493/2012.), também tornam obrigatórias as divulgações para empresas de Grande Porte. Para as Pequenas e médias empresas, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis emitiu pronunciamento no intuito de ampliar o *disclosure* que deve ser observado pelos profissionais da Contabilidade. É fato que toda essa discussão aumenta a fiscalização em relação às empresas S.A de Capital Fechado, já obrigadas por lei a publicar um determinado conjunto de informações.

No Brasil, segundo os dados do Instituto Brasileiro de Planejamento e Tributação, existem pouco mais de 18 milhões de empresas ativas, sendo o tipo Empresário (individual) o maior contingente (54,88% do total), seguida pelas sociedades empresárias (30,22%). São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro concentram 48% do contingente de empresas brasileiras. Completando o Sudeste, o Espírito Santo contribui com 2,08 % desse contingente, ocupando a 11ª posição no ranking de quantidade de empresas por Estado. No que tange às Sociedades anônimas, de especial interesse nesse estudo, são pouco mais de 110 mil Fechadas, e pouco mais de 30 mil Abertas, representando, respectivamente, 0,64 % e 0,18% do contingente. Em agosto de 2015, os dados da Junta Comercial do Espírito Santo mostraram que existem 2880 empresas S.A. de Capital Fechado ativas e operando no Estado, sendo 578 matrizes com sede no Estado e 2.222 filiais.

Para as Sociedades anônimas de Capital Fechado a lei fundamental é a nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, que foi atualizada por meio da promulgação das Leis nº 11.638/2007, nº 10.303/2001, nº 9.457/1997 e outras. Em seu artigo 289, a Lei 6.404/1976 determina que as empresas com sede no Estado publiquem em um Órgão da Imprensa Oficial e também em jornal de grande circulação daquele Estado suas demonstrações financeiras, relatório da administração e parecer dos auditores independentes, quando houver (art. 133, § 3º da Lei 6.404/76, incluído pela Lei 10.303/01). As demonstrações obrigatórias são: 1) balanço patrimonial; 2) demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; 3) demonstração do resultado do exercício; 4) demonstração dos fluxos de caixa. As companhias fechadas com patrimônio líquido, na data do balanço, inferior a R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais) são dispensadas da publicação da demonstração dos fluxos

de caixa. Além disso, o Artigo 294 da Lei 6.404/1976 desobriga empresas com menos de 20 acionistas e Patrimônio Líquido abaixo de um milhão de reais a publicar qualquer informação.

Analizando os meios de comunicação oficiais do Estado, constatou-se que no ano de 2012, 282 empresas publicaram suas demonstrações contábeis; 304 em 2013; e 306 em 2014, quantitativos pequenos se comparadas ao rol de aproximadamente 600 empresas com sede no ES. Importante observar que nesse rol de empresas, estão muitas daquelas desobrigadas, pela norma, de publicar informações, tendo em vista as exceções em relação ao porte (destacadas no parágrafo anterior), mas ainda assim publicam. Também foram verificadas/identificadas publicações voluntárias de itens não requeridos pelas normas que regem determinados perfis de empresas e regulações específicas para setores (setor de energia, por exemplo) ou tamanhos de empresa (Grande Porte, por exemplo).

Os números apresentados mostram que aproximadamente metade das empresas S.A. de Capital Fechado com sede no Estado não publicaram seus balanços, fato esse que pode ser explicado por dois motivos: a) ou não estão enquadradas no rol de empresas obrigadas a publicação devido ao tamanho do seu patrimônio líquido e número de acionistas, conforme já destacado; ou b) os aspectos normativos não têm sido suficientes para motivá-las a assumir os custos da evidenciação. Ainda assim, é relevante o conjunto de empresas que apresenta as devidas publicações e algumas delas com um nível bastante adequado de detalhamento, revelando a existência de motivadores, ainda pouco estudados, que fazem com que as Empresas S.A. de Capital Fechado invistam em processos de *disclosure*.

Diante do exposto, a questão-chave que consubstancia o problema de pesquisa dessa investigação é: quais são os fatores determinantes do nível de *disclosure* obrigatório das empresas S.A. de Capital Fechado com sede no Estado do Espírito Santo?

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Com vistas a uma solução para o problema apresentado, o objetivo deste trabalho é identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* das empresas S.A. de Capital Fechado com sede no Estado do Espírito Santo, relacionando-o com as características contábil-financeiras e os possíveis incentivos/obrigações econômicos e/ou requisitos de auditoria existentes.

Como estratégia para se atingir ao objetivo geral, serão perseguidos os seguintes objetivos específicos:

- Construir uma base de dados sobre as empresas S.A. de Capital Fechado que operam no Estado do Espírito Santo;
- Discutir a questão das divulgações voluntárias e obrigatórias sob a perspectiva das empresas S.A. de Capital Fechado; e
- Organizar índices de *disclosure* adequados à realidade das empresas que compõem a base de dados.

1.3 JUSTIFICATIVA

A motivação para que o estudo esteja circunscrito ao mercado capixaba explica-se pelo fato de o Estado do Espírito Santo apresentar nas últimas décadas um pujante crescimento econômico, aumentando expressivamente sua participação no PIB Nacional. Conforme Santos Junior (2013, p. 22), durante a década de 1960, essa participação esteve, em média, abaixo de 1% (um por cento). Na década de 1980, subiu para 1,5% (um e meio por cento). E aí se manteve ao longo dos anos 1990. Nos anos 2000, pela primeira vez na história, ultrapassou os 2% (dois por cento), chegando 2,2% de participação no PIB Nacional no ano de 2013. Essa nova fase da economia capixaba foi suficiente para impulsionar o crescimento exponencial do número de empresas nos mais diversos tipos de natureza jurídica.

Além disso, é necessário ressaltar que esse é o primeiro estudo que considera o nível de *disclosure* das empresas S.A. de Capital Fechado

capixabas. Tal como explicitado por Dantas, Zendersky e Niyama (2005), de maneira geral os estudos sobre evidenciação privilegiam as empresas de capital aberto, o que faz com que um grupo de interessados na evidenciação de demonstrações contábeis de empresas de Capital Fechado (credores, empregados, pesquisadores) fique prejudicado. Isso a despeito de o universo de empresas de Capital Fechado ser bastante superior ao de empresas de capital aberto.

Nesse sentido, o trabalho apresenta uma contribuição original ao revelar aspectos desse conjunto de empresas, como também contribui ao fornecer um retrato sobre as empresas S.A. de Capital Fechado que operam no Estado, sobretudo no que concerne às suas políticas de divulgação, o que pode fomentar as discussões dentro dos fóruns de debate sobre o ambiente empresarial capixaba.

1.4 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Ao longo da pesquisa alguns fatores limitadores se apresentaram como barreiras em diversas etapas dos trabalhos, portanto, é profícuo destacar as principais limitações a fim de que sejam mitigadas em pesquisas futuras.

Inicialmente são conhecidas as limitações de se trabalhar com empresas de Capital Fechado, haja vista a pouca disponibilidade e o alto custo de bases de dados públicas (e muitas vezes privadas) consolidadas, o que inviabiliza trabalhar com o universo de empresas brasileiras. Ainda assim, ao se considerar uma amostra estadual, o trabalho é capaz de apontar trajetórias metodológicas para que outros estudos sejam realizados em âmbito nacional e os resultados sejam comparados com os aqui evidenciados.

A falta de estudos sobre *disclosure* em empresas de Capital Fechado também limita os exemplos metodológicos que podem ser utilizados nas análises. Essa ausência também dificulta a comparação de resultados, fazendo com que a pesquisa apresente um conteúdo mais exploratório e menos preditivo ou conclusivo. Para contornar o contingenciamento de base

metodológica, foi necessário adaptar metodologias e premissas aplicadas às empresas de capital aberto, sob pena de dificuldades nesse processo.

Outra limitação refere-se à baixa qualidade dos arquivos eletrônicos de algumas publicações, o que dificultou muito o processo de análise. Sempre que necessário buscou-se mais de uma fonte de publicação a fim de não perder representatividade na amostra.

Por fim, cabe ressaltar que a opção pelo *disclosure* obrigatório se dá pela suposição de que o grau de *enforcement* legal para as Sociedades Anônimas de Capital Fechado seja menor que aquele observado para as Sociedades de Capital Aberto. Desse modo, para esse último conjunto de empresas espera-se que a evidenciação obrigatória seja cumprida com grande êxito, restando espaço para as análises das motivações voluntárias. Já no caso das Sociedades Anônimas de Capital Fechado, ainda não se esgotaram as possibilidades de análises sobre o processo de evidenciação obrigatória, aliás, os estudos nesse caso ainda se apresentam muito incipientes.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Para atingir aos fins propostos, a seção seguinte traz as questões teóricas e uma revisão da literatura mais pertinente ao objeto do estudo, em que pese de forma especial a Teoria da Divulgação e os princípios normativos que regem as Sociedades Anônimas de Capital Fechado. Na seção terceira, detalham-se os aspectos metodológicos percorridos no levantamento, o índice de *disclosure* utilizado como referência de análise, bem como os modelos que serviram aos testes econométricos. A quarta seção apresenta e discute os principais achados da pesquisa que sustentam as conclusões apresentadas na quinta seção.

2 REVISÃO TEÓRICA E DE LITERATURA

2.1 INFORMAÇÃO COMO OBJETO DAS CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Nenhuma ciência prescinde de um objeto autônomo, ou seja, um objeto original que não se confunde com as preocupações fundamentais de outras ciências. Por muito tempo a contabilidade foi definida pelo seu objetivo, confundindo-o com seu objeto, notadamente aquele presente nos principais manuais de contabilidade, a saber: Contabilidade é a ciência que busca “fornecer” informações úteis e confiáveis aos sócios e gestores (ou aos diversos usuários) de empresas e governos (HENDRIKSEN e BREDÁ, 1999; IUDÍCIBUS, 2004).

Interpretada sob o prisma em que o objeto se confunde com o próprio objetivo, a Contabilidade se aproximaria mais de um “instrumento gerencial e técnico” e menos de uma “Ciência”. Nesse sentido, as proposições normativas construídas por séculos desde as “partidas dobradas”, entre eles: regimes contábeis, qualidade das informações, estrutura dos itens patrimoniais e suas repercussões na atividade empresarial; serviriam às boas práticas contábeis (SCOTT, 2012). A partir dessa lógica surgem as disciplinas contábeis e cria-se um prestigioso instrumento de análise para geração de informação que atinge aos objetivos e formata as pesquisas sobre a adequação às normas. Tem-se então um campo de estudo que busca mostrar como as práticas contábeis “devem ser”, é nesse sentido que se fala em um campo “normativo”, apresentando um conjunto de prescrições (SCOTT, 2012). Esse “normativismo”, se por um lado é adequado aos fins, careceriam de bases científicas para caracterizar a contabilidade enquanto Ciência (WATTS; ZIMMERMAN, 1990).

Mas se o objetivo muitas vezes se confunde com o objeto, ele também fornece pistas importantes para que se destaque o próprio elemento autônomo nesse processo de construção da “Ciência Contábil”. Se o objetivo é “prestar informações”, o objeto é a própria “informação contábil” e sua relação/utilidade com/para os fatos econômicos e sociais (MARTINS e

CARVALHO, 2011). A informação contábil aparece como objeto de pesquisa já que tem influência para um conjunto bastante grande de atores (usuários externos e internos), possui diversas características (imperfeita e assimétrica) e explica, muitas vezes, o comportamento dos atores/gestores, entre eles o oportunismo e o ativismo (SCOTT, 2012; IUDÍCIBUS e LOPES, 2004). Além disso, vale destacar que os diversos usuários utilizam e interpretam a informação de forma diferenciada.

Desde os anos 1970 o padrão de pesquisa nas Ciências Contábeis vem se alterando profundamente, sendo inaugurado um período “Positivista” da ciência contábil (WATTS E ZIMMERMAN, 1990). O contexto que caracterizou o ambiente de mudança no padrão de se fazer pesquisa foi a demanda crescente por uma maior “cientificidade”, entendendo-se por científico um conjunto de procedimentos metodológicos, organizados racionalmente, instrumentalizados por métodos e técnicas estatísticas e matemáticas capazes de testar hipóteses e fornecer conclusões definitivas e preditivas acerca dos problemas (FARIAS; FARIAS, 2014).

Seguindo na linha positivista, a ciência contábil se aproxima da ciência econômica ao tratar o problema da maximização do bem-estar, agindo em função de interesses pessoais, numa perspectiva oportunística (SCOTT, 2012). Trata-se do uso da informação contábil como meio de acesso a algum tipo de privilégio, é o caso, por exemplo, de gerentes que manipulam e/ou sonegam informação de sócios a fim de obterem algum ganho econômico. Esse seria somente um exemplo de como o objeto tem fundamento e merece tratamento científico. É nesse contexto que a ciência contábil emerge a partir dos anos 1970 com a função de descrever e explicar detalhadamente os fenômenos, descobrir suas características e prever elementos ainda não observados. Tudo isso feito com ampla observação da realidade com base no empirismo metodológico, tão bem revisado por Kothari (2001).

É interessante notar que a ciência contábil possui contingências sociais, econômicas, políticas e institucionais. Isso pode ser verificado por meio da análise dos resultados das expectativas sob o mercado de capitais (o contingenciamento social). Tomando esse mesmo mercado tem-se, também, o fenômeno da valorização/desvalorização de ações a partir da divulgação de

relatórios contábeis por parte de instituições de *ratings* (o contingenciamento institucional), como também estuda-se a discricionariedade dos atores políticos entre outros fatos (SAITO; VILLALOBOS; BENETTI, 2008; AZUMA; OKADA, 2013). Todos esses temas referem-se à produção, ao uso e à evidenciação de informações.

Assim, a informação é o objeto da ciência contábil. Seu tratamento, uso e sua repercussão sobre as rotinas empresariais são questões de pesquisa, bem como o são as normas que se estabelecem para seu adequado gerenciamento. Veja-se, por exemplo, que “O sistema tributário, a estrutura de propriedade, o sistema político, a estrutura de capital e o desenvolvimento do mercado de capitais, estão relacionados à qualidade da divulgação financeira” (SODERSTROM, 2007).

A partir da definição do objeto, no âmbito das ciências contábeis, desenvolveram-se estudos e teorias em torno da produção da informação contábil, sua divulgação e as mensagens transmitidas aos seus respectivos usuários. Além disso, os estudos sobre evidenciação buscaram entender as consequências econômicas de um novo padrão de divulgação, reconhecendo, portanto, as diversas interações entre as variáveis contábeis divulgadas e o ambiente em que se insere a empresa (KOTHARI, 2001).

2.2 A TEORIA DO *DISCLOSURE*

Ao se tratar do conceito de *disclosure*, tem-se em perspectiva não somente os processos de publicização, mas, também, toda gama de contingenciamentos (econômicos, institucionais), disputas (sociais, políticas e institucionais em torno do controle) e objetivos em torno da informação contábil. Ao se tratar de uma Teoria do *Disclosure* é necessário destacar que o tema em questão se liga diretamente à gestão da informação, seu tratamento e sua utilização pelos diversos usuários, sobretudo os externos, já que alguns internos têm maior facilidade de acesso (VALENTE, 2014). Do ponto de vista das ciências contábeis, o tema envolve a perspectiva de transparência e confiabilidade das informações contábeis culminando em mecanismos de evidenciação. Valente (2014, p. 23) afirma que:

“Embora o sistema de informação contábil tenha como base o conceito de transparência para o usuário, nota-se preocupação maior com a publicização dos dados do que em contextualizá-los visando melhores condições de compreensão pelo usuário.”

A informação deve ser capaz de transmitir adequadamente a realidade econômica da empresa, para que possa servir aos seus usuários, refletindo funções para além dos aspectos normativos. Isso é o que Lopes e Martins (2005, pp. 50-63) caracterizam como a supremacia da essência sobre a forma. Entretanto, apesar da existência de normatizações que determinam exatamente o que deve ser produzido em termos de relatórios contábeis, existe margem considerável para a escolha das políticas contábeis adotadas pelos gestores (política de amortização, gerenciamento de custos, provisões, etc.) que possuem consequências econômicas relevantes (SCOTT, 2012; HOLTHAUNSEN e LEFTWICH, 1983). Dito de outra forma, a despeito da norma, a informação contábil produzida é profundamente contingenciada pelos objetivos e metas dos gestores, tendo relação direta com o maior ou menor conservadorismo adotado pelo gestor.

Reconhecendo a evidenciação das informações contábeis como sendo motivada por questões diversas e, ao mesmo tempo, resultante de inúmeras alterações da rotina das empresas, desenvolveu-se a partir dos anos 1980, um conjunto de trabalhos (GROSSMAN e HART, 1980; GROSSMAN, 1981; MILGRON, 1981; VERRECCHIA, 1983; DYE, 1985) que tinham o *Disclosure* como objeto de estudo, podendo-se falar, inclusive, no desenvolvimento de uma Teoria da Evidenciação. Conforme Salotti e Yamamoto (2005, p. 53) “O principal objetivo dessa linha de pesquisa é explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras, a partir de diversas perspectivas [...]”.

Em um importante artigo publicado em 1983, Robert Verrecchia analisou os aspectos motivadores para a divulgação de informações por parte da gerência das empresas. Nesse trabalho, Verrecchia (1983) mostrou que até mesmo as informações não divulgadas são interpretadas pelos usuários e repercutem sobre as expectativas que se formam em relação à empresa. Nesse sentido, não somente a qualidade ou o volume de informações divulgadas influenciam o mercado, mas também sua ausência. O autor

explica também que, se a divulgação de informações possui custos, sua retenção também.

Enquanto a divulgação possui custos que podem ser cobertos com os ganhos da divulgação, os custos relacionados ao enclausuramento das informações são sempre negativos. Isto porque existe uma gama de possibilidades interpretativas sobre o porquê de não se divulgar informações. Essa perspectiva de custo da informação retida vai de encontro às proposições de Grossman e Hart (1980) que, ao não considerarem tais custos de retenção, esperavam sempre menor eficácia das normas. Nesse sentido, a ausência de informações não justificadas pode ocasionar repulsa por parte de investidores, aumento do custo de capital das empresas, refletindo-se em perda de valor da empresa (HALY; PAPELU, 2001; VERECHIA, 2001).

Em outro trabalho Verrechia (2001) apresenta três tendências de estudos que envolvem os processos de divulgação, são elas:

- a) Divulgação baseada em associação: estudos que analisam a relação entre o nível de divulgação de informações e sua repercussão no comportamento dos investidores;
- b) Divulgação baseada em discricionariedades ou julgamento (o *disclosure* voluntário): estudos que tentam identificar os fatores endógenos às empresas que servem de motivadores para a divulgação; e
- c) Divulgação baseada em eficiência: estudos que tentam determinar modelos ótimos para divulgação de informações ainda não realizadas pela empresa.

Considerando o objeto da presente pesquisa, as proposições acerca da divulgação baseada em discricionariedades aparecem como de profundo interesse, isso porque essa vertente analisa os motivadores endógenos e estratégicos da divulgação de informações, ou seja, os determinantes da divulgação obrigatória.

Para Dye (2001) tratava-se de se desenvolver uma Teoria da Divulgação voluntária, onde os gestores escolhem as informações a serem divulgadas buscando sempre algum tipo de retorno. Por esse motivo, tenderiam a divulgar informações capazes de aumentar a apreciação dos

usuários da informação, ou seja, informações positivas. Para o autor, somente haveria divulgação se os benefícios gerados pela divulgação fossem maiores que os custos associados ao processo. O autor tem em mente que o processo de divulgação se trata de um jogo, em que a informação seria o insumo capaz de aumentar os ganhos.

Verrechia (2001) explica que num processo de divulgação discricionária, são disponibilizadas apenas as informações capazes de aumentar o valor da empresa. Todavia, o autor não trabalha com informações necessariamente positivas. Para ele, a ausência de informações poderia levar ao problema da seleção adversa, em que o usuário da informação interpretaria automaticamente a ausência de informação como um indicador de queda dos ativos da empresa. Nesse sentido, como explicam Salotti e Yamamoto (2005), no processo de avaliação endógena sobre o que divulgar, seria plausível até mesmo a divulgação de informações não tão favoráveis à empresa, desde que isso reduzisse a desconfiança dos usuários externos levando a ganhos marginais positivos.

Para além das evidenciações voluntárias, alguns trabalhos vêm chamando a atenção para a importância do *disclosure* obrigatório. Isso porque, conforme ressalta Santos, Ponte e Mapurunga (2014), citando Dye (1990), a informação contábil é considerada uma “externalidade governável”, ou seja, é possível criar mecanismos de governança tanto para a qualidade, quanto para a quantidade de informações. Healy e Papelu (2001), por exemplo, destacam a possibilidade de os sistemas normativos e reguladores criarem obrigatoriedades em torno das evidenciações financeiras, a fim de proporcionar a redução dos problemas de agência entre gestores e usuários da informação. Bebendo em fontes como Leftwich (1980), Watts e Zimmerman (1990), Beaver (1998); Healy e Papelu (2001), é possível afirmar que a criação de alguns mecanismos de *disclosure* obrigatório tem como função reduzir a lacuna entre informados e desinformados.

Cabe destacar que não existe uma metodologia única e ideal para a análise do nível de evidenciação. Healy e Papelu (2001) apresentam um conjunto de questões que podem ser levadas em conta numa agenda de pesquisa sobre evidenciação, conforme o quadro abaixo:

Quadro 1- Questões de Pesquisa para os estudos sobre Disclosure

Tópicos	Questões
Regulação do <i>Disclosure</i>	<p>Por que há uma necessidade de regulamentação da divulgação no mercado de capitais?</p> <p>Que tipos de divulgações devem ser regulamentados e quais não deveriam?</p> <p>Quão eficazes são os padrões contábeis para facilitar a comunicação confiável entre gestores e investidores externos? Quais fatores determinam a sua eficácia?</p> <p>Quais divulgações obrigatórias devem ser incorporadas diretamente nos relatórios financeiros e quais deveriam ser incluídos como divulgações suplementares?</p>
Auditoria/ intermediários e <i>Disclosure</i>	<p>Quão eficazes são os auditores para aumentar e reforçar a credibilidade das demonstrações financeiras?</p> <p>Que fatores influenciam a eficácia dos auditores?</p> <p>Quão eficazes são os analistas financeiros como intermediários da informação? Que fatores influenciam a sua eficácia?</p> <p>Como a divulgação corporativa afeta a opinião dos analistas de empresas?</p>
Gerenciamento da Decisão sobre <i>Disclosure</i>	<p>Quais os fatores que afetam as escolhas de divulgação da administração?</p> <p>Qual é a relação entre a divulgação, governança corporativa, e incentivos de gestão? Qual o papel desempenhado pelos dos Conselhos de administração e comitês de auditoria no processo de divulgação?</p>
Consequências da divulgação sobre o mercado de capitais	<p>Como os investidores respondem às divulgações corporativas? As divulgações das empresas são feitas fora das demonstrações financeiras credíveis?</p> <p>Será que os investidores avaliam divulgações que são incluídas diretamente nas demonstrações financeiras de forma diferente daqueles que estão incluídos como as divulgações suplementares?</p> <p>Quais fatores influenciam a percepção de qualidade dos investidores de divulgações do mercado de capitais entre as economias?</p> <p>Como é que a divulgação afeta a alocação de recursos na economia?</p>

Fonte: Healy e Papelu (2001)

No âmbito das empresas de Capital Fechado, o número de potenciais usuários das informações é reduzido em relação às sociedades de Capital Aberto. Enquanto estas estão no foco de inúmeras instituições normativas, nacionais e internacionais, tal como a Comissão de Valores Mobiliários, aquelas muitas vezes operam alheias a muitos sistemas normativos. Isso pode gerar uma enorme dificuldade em se estabelecer quais são de fato as consequências econômicas do maior ou menor nível de divulgação das empresas de Capital Fechado.

Ao longo das últimas décadas um grande número de trabalhos trouxeram diversos índices de *disclosure* que se adaptam aos objetivos de cada pesquisa. No Brasil destacam-se os trabalhos de Alencar e Lopes (2005), Lima (2007), Maia e Formigoni (2012), Santos, Ponte e Mapurunga (2014); já no exterior, trabalhos como o de Botosan (2007), Bushman, Piotroski e Smith (2004), entre outros. Mais uma vez, vale ressaltar que o conjunto desses trabalhos geralmente focam as empresas de capital aberto, isso porque a completude e o acesso às informações desse grupo de empresas são facilitados, tendo em vista os requerimentos legais exigidos para a negociação das ações e a existência de banco de dados eletrônicos organizados. Isso remete a necessidade de que as teorias aqui apresentadas sejam tratadas com parcimônia, haja vista a possibilidade de surgimento de novos elementos interpretativos quando se trata de Capital Fechado.

A seguir, apresenta-se uma discussão sobre os aspectos normativos que regem a publicização de informações para as empresas de Capital Fechado no Brasil. Além disso, discute-se como o *enforcement* legal relaciona-se com a discussão em tela.

2.3 ASPECTOS NORMATIVOS DAS DIVULGAÇÕES FINANCEIRAS EM EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO

De acordo com Kothari (2001) a rápida globalização do capital, do produto e do mercado de trabalho criou uma forte demanda por normas internacionais de contabilidade nos últimos anos. Talvez a mais importante questão que enfrentam praticantes e órgãos normativos é: deve haver um

conjunto uniforme de normas de contabilidade? Ou, de outra forma, deve haver uma diversidade de normas.

Se por um lado pairam dúvidas sobre a necessidade ou não de existirem normas padronizadas nos diversos países, por outro, parece haver consenso em torno da existência de regras específicas para empresas com naturezas jurídicas específicas, com tamanhos diferentes ou operando em setores diferenciados, entre outras nuances. Isso porque a produção de informação de qualidade depende da “capacidade instalada” para a geração dessa informação, em termos de recursos técnicos e humanos.

Os aspectos normativos têm a função de garantir a transparência das ações da empresa, por meio das evidenciações obrigatórias. Todavia, Fujino (2000) chama a atenção para a impossibilidade de se garantir que as informações sejam confiáveis quando o ofertante da informação é o maior interessado nela.

Lopes e Alencar (2010) relatam que o *disclosure* institucional, ou obrigatório, é aquele que as firmas praticam para cumprir as leis e regulações, sendo amplamente utilizado pelas práticas de mercado. A compreensão de como o arcabouço legal repercute na contabilidade passa pelo entendimento dos códigos de leis observados nos países e nos permite classificá-los em dois sistemas. Conforme Sarlo Neto (2009), o primeiro deles, denominado *code law*, tem como característica o apego às normas, que são originadas por meio de um processo formal de criação e direcionam e delimitam a ação dos indivíduos a ele submetidos. Nesse sistema, a margem de manobra para os profissionais é pequena, aumentando a preocupação com o atendimento da legislação. Assim, normas e decretos se tornam a base para a escrituração contábil, demonstrando uma maior preocupação com a forma das informações divulgadas.

Por outro lado, o segundo sistema de leis, chamado de *common law*, é caracterizado por ser um sistema em que a legislação baseia-se nos costumes, usos e tradição local, e a aplicação das leis leva em conta o entendimento dos fatos. Nesse sistema a preocupação foca a particularidade da execução de determinada ação, em detrimento das formas envolvendo a sua execução. Como resultado, uma maior liberdade para agir e a

necessidade de uma melhor evidenciação dos fatos proporciona uma maior preocupação com a clareza e a essência das informações contábeis.

No Brasil, o sistema jurídico é o *Code Law* (SANTOS; PONTE; MAPURUNGA, 2014). Contudo, verifica-se que ainda existem falhas no processo de evidenciação obrigatória, o que compromete os objetivos do processo de evidenciação. Isso decorre do baixo *enforcement* legal existente no país. A Federação de *Experts* em Contabilidade da Europa (FEE, 2001) define *enforcement* como os procedimentos utilizados pelo país para garantir a aplicação apropriada das normas e princípios contábeis. No Brasil, os responsáveis por esse processo são a CVM, Bacen, e agências reguladoras diversas. Além disso, o Conselho Federal de Contabilidade tem como função a fiscalização da atuação dos profissionais.

Em termos de regulamentações, no que tange às empresas S.A. de Capital Aberto, são inúmeros os requisitos necessários para que as ações sejam negociadas em bolsas de valores, regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central do Brasil. Nesse sentido, o próprio processo burocrático para a oferta pública de ações em bolsas se trata de um mecanismo normativo que aumenta definitivamente o grau de *disclosure* das empresas. Quando se trata de S.A de Capital Fechado, a Lei das S.A não deixa dúvidas quanto à obrigatoriedade de divulgação de um conjunto de demonstrações.

Segundo a Lei 6.404/76, alterada pela Lei 11.638/2007, as empresas S.A abertas ou fechadas estão obrigadas a publicar suas demonstrações financeiras:

- I. balanço patrimonial;
- II. demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;
- III. demonstração do resultado do exercício; e
- IV. demonstração dos fluxos de caixa; e
- V. se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.

Para complementar as informações, as empresas devem fazer uso de Notas Explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações necessárias, qualificando, descrevendo ou restringindo certos itens (HENDRIKSEN; BREDÁ, 1999). Elas devem publicar também o Relatório da

Administração sobre os negócios e os principais fatos administrativos do exercício findo e o parecer dos auditores independentes, se houver, conforme art.133, § 3º, da lei 10.303/2001. No entanto, a mesma lei apresenta as seguintes exceções:

- a) A companhia fechada com menos de vinte acionistas e patrimônio líquido inferior a um milhão de reais não está obrigada a publicar suas demonstrações financeiras desde que elas sejam arquivadas na Junta Comercial (art. 294 da Lei 6.404/76, com redação dada pela Lei 10.303/01); e
- b) A companhia fechada, com patrimônio líquido inferior a dois milhões de reais, não está obrigada a elaborar e publicar a demonstração dos fluxos de caixa (art. 176, § 6º, da Lei 6.404/76, com redação da pela Lei 11.638/07).

No quadro abaixo se apresenta um resumo das exigências normativas em empresas S.A a partir das atualizações introduzidas pela Lei 11.638/2007.

Quadro 2 - Exigências da Lei 11.638/2007 sobre as empresas

Tipo de Empresa	Adoção do IFRS⁽¹⁾	Adoção das Normas da CVM	Publicação de Demonstrações Financeiras	Auditoria
SAs abertas	Sim ⁽²⁾	Sim	Sim	Sim
SAs fechadas - Grande Porte ⁽³⁾	Não	Opcional	Sim	Sim
SAs fechadas – Outras	Não	Opcional	Sim ⁽⁴⁾	Não
Ltdas Grande Porte	Não	Não	Não	Sim
Ltdas - Outras	Não	Não	Não	Não

Fonte: KPMG (2008). (1) A Lei 11.638/2007 determina que a CVM deve observar as normas internacionais de contabilidade quando da emissão de instruções ou quaisquer orientações. (2) Demonstrações financeiras consolidadas a partir de 2010. (3) Consideram-se de grande porte as sociedades ou conjunto de sociedades sob controle comum que tenham ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões (art. 3º, par. único, da Lei 11.638/07). (4) Exceto para as companhias com menos de 20 acionistas e PL inferior a R\$ 1 milhão, conforme Lei 10.301/2001.

Tal como apresentado na seção 2.2, as discussões em torno da divulgação se pautam por dois polos antagônicos. De um lado, a defesa de uma maior transparência por se tratarem de organizações empresariais, com obrigações para com sócios, empregados, clientes, etc. Por outro lado, estão aqueles que argumentam que essa transparência já existe para todos os diretamente interessados (Fisco, bancos, credores diversos, clientes, empregados, Ministério do Trabalho) e que maiores requerimentos de divulgação somente aumentariam os custos empresariais.

No âmbito das normatizações em torno da divulgação, tramitou no Congresso nacional o Projeto de Lei 4.493/2012 que propunha a alteração do inciso V do art. 176 da Lei nº 6.404/1976, visando obrigar as grandes empresas de Capital Fechado a divulgar, em seus balanços anuais, a Demonstração do Valor Adicionado (DVA). O projeto foi rejeitado pela Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria e Comércio e arquivado.

O Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e os Conselhos Regionais de Contabilidade (CRC), criados pela Decreto-Lei nº9.295/46, tem como função precípua a fiscalização do exercício da profissão, além de estabelecer normas e princípios a serem seguidos por todos os profissionais da contabilidade. O CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis foi criado pela Resolução CFC nº 1.055/05, o CPC tem como objetivo:

“[...] o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais (s.p.)”.

Seguindo na linha de convergência internacional (adoção do IFRS), o CFC publicou a Resolução 1.255/09 que aprovou a NBC TG-1000, que traz a Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis relativos às Pequenas e Médias Empresas. Nesse contexto, pequenas e médias empresas são entendidas como aquelas que: (a) não têm obrigação pública de prestação de contas; e (b) elaboram demonstrações contábeis para fins gerais para usuários externos. Exemplos de usuários externos incluem proprietários que não estão envolvidos na administração do negócio, credores existentes e potenciais, e agências de avaliação de crédito.

A NBC TG-1000 é clara ao afirmar que as sociedades por ações, fechadas mesmo que obrigadas à publicação de suas demonstrações contábeis são consideradas como pequenas e médias empresas, desde que não enquadradas pela Lei nº. 11.638/2007 como sociedades de grande porte.

Para seu processo de divulgação, as empresas possuem inúmeras alternativas cuja finalidade é aumentar a transparência. No caso brasileiro, a Resolução CFC N.º 737/1992, revogada pela Resolução 1.283/2010, trazia os aspectos conceituais mais relevantes no que tange às evidenciações. Inicialmente, a resolução estabelecia que “A divulgação é o ato de colocar as demonstrações contábeis da Entidade à disposição de seus usuários”. E, na sequência apresentava o seguinte objetivo desse processo: “fornecer, aos seus usuários, um conjunto mínimo de informações de natureza patrimonial, econômica, financeira, legal, física e social que lhes possibilitem o conhecimento e a análise da situação da Entidade”.

Vê-se assim que, para além dos aspectos de natureza legal, formal ou obrigatório a divulgação trata-se de uma estratégia de relacionamento entre empresas e usuários. Nesse sentido, parece que muito mais do que satisfazer às normas, o que está em cena é uma estratégia de comunicação empresarial que tenha relação com as demais rotinas empresariais.

A Resolução CFC N.º 737/1992 também foi cristalina ao apresentar os meios adequados para esse processo de divulgação, quais sejam:

- a) a publicação das demonstrações contábeis na imprensa, oficial ou privada, em qualquer das suas modalidades;
- b) a remessa das demonstrações contábeis a titulares do capital, associados, credores, órgãos fiscalizadores ou reguladores, bolsas de valores, associações de classe, entidades de ensino e pesquisa, e outros interessados;
- c) a comunicação de que as demonstrações contábeis estão à disposição dos titulares do capital, associados e demais interessados, em local ou locais identificados.

A resolução estabelecia que esse processo de divulgação decorre tanto de disposições legais, regulamentares ou regimentais, como de iniciativa da própria Entidade. Assim, mais do que se estabelecer o que é ou

não obrigatório, é importante entender o que de fato pode alterar o nível de evidenciação das empresas brasileiras de Capital Fechado. Na seção seguinte apresenta-se o que a literatura diz a esse respeito.

Por fim, cabe destacar o Pronunciamento Técnico nº 26 (CPC 26) divulgado em dezembro de 2011 pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que objetiva definir a base para a apresentação das demonstrações contábeis, para assegurar a comparabilidade tanto com as demonstrações contábeis de períodos anteriores da mesma entidade quanto com as demonstrações contábeis de outras entidades. Este pronunciamento é aplicável à todas as entidades e foi devidamente aprovada pelos seguintes órgãos reguladores.

Quadro 3 - Órgãos reguladores que aderiram ao CPC-26

Órgão Regulador	Mecanismo de aprovação
CVM – Comissão de Valores Mobiliários	Deliberação nº 676/11
CFC – Conselho Federal de Contabilidade	NBC TG 26 (R2)
ANS – Agência Nacional da Saúde	Resolução Normativa nº 322/13 Anexo I
ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica	Resolução Normativa 605/14 Manual
ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres	Resolução 3.847 e 3.848/12 Manual
SUSEP – Superintendência de Seguros Privados	Circular nº 483/14 Anexo IV

Fonte: Elaboração própria

Conforme o referido pronunciamento, o conjunto completo de demonstrações contábeis inclui:

- a) Balanço patrimonial ao final do período;
- b) Demonstração do resultado do período e demonstração do resultado abrangente do período;
- c) Demonstração das mutações do patrimônio líquido do período;
- a) Demonstração dos fluxos de caixa do período;

- b) Notas explicativas, compreendendo as políticas contábeis significativas e outras informações elucidativas;
- a) Informações comparativas com o período anterior;
- a) Balanço patrimonial do início do período mais antigo, comparativamente apresentado, quando a entidade aplicar uma política contábil retrospectivamente ou proceder à reapresentação retrospectiva de itens das demonstrações contábeis; e
- b) Demonstração do valor adicionado do período, conforme Pronunciamento Técnico CPC 09, se exigido legalmente ou por algum órgão regulador ou mesmo se apresentada voluntariamente.

2.4 MOTIVAÇÕES ESPECÍFICAS PARA O AUMENTO DO *DISCLOSURE*

Conforme Baums (2002), vários podem ser os elementos motivadores para um maior nível de evidenciação das informações contábil-financeiras, muitos deles ligados aos benefícios esperados pelo próprio gestor. As motivações comumente listadas nos estudos sobre o tema referem-se à adoção de padrões internacionais de contabilidade (IFRS); busca de melhor interação com clientes e fornecedores; questões estratégicas específicas ligadas ao negócio e ao setor em que a empresa se insere, regulação setorial, redução do custo de capital, redução de assimetria informacional, estrutura de propriedade, desempenho, estratégias de governança corporativa, tamanho entre outros. Todavia, ainda de acordo com Baums (2002), o fato que sumariza esses motivos é o auxílio que a maior transparência fornece às decisões tomadas pelos usuários.

De maneira geral, os vários estudos sobre as vantagens de se ter uma maior transparência e evidenciação focam, mais uma vez, as empresas de capital aberto. Apesar disso, acredita-se que muitos dos fatores que são positivos para as empresas que transacionam suas ações em bolsas, o são também para as empresas de Capital Fechado. Isso porque essas últimas também são reguladas e muitas possuem tamanhos e estruturas gerenciais muito próxima daquelas de Capital Aberto, inclusive possuindo um número

bastante grande de sócios. Além disso, empresas de Capital Fechado também possuem relações complexas com o mercado de capitais.

No que tange à literatura produzida ao longo das últimas décadas, vários estudos (PATTEN,1991; LANZANA, 2004; RAFFOURNIER, 1995; DEPOERS, 2000) apresentam como um dos principais motivos para a divulgação voluntária o tamanho da empresa, encontrando relação positiva entre as duas variáveis. A explicação desse fenômeno passa pelo fato de as maiores empresas possuírem estruturas administrativas mais adequadas à produção de informações úteis e de possível divulgação. Além disso, quanto maior a empresa maior é o acesso a mercados de capitais robustos e organizados, os quais podem requerer melhor nível de evidenciação.

A obra de Yamamoto e Salotti (2006) destaca como motivadores o desempenho da empresa e a internacionalização. Verrechia (2001) já havia proposto a relação positiva entre desempenho da empresa e o *disclosure*, isso porque as empresas com bom desempenho esperam que os benefícios da divulgação junto aos seus usuários superem os custos da divulgação. No entanto, autores como Stocken (2000) e Skinner (1997) consideram a possibilidade de um aumento no nível de *disclosure* justamente em momentos em que a organização passa por dificuldades. Essa seria uma forma de os gestores apresentarem justificativas aos usuários sobre o baixo desempenho e manter adequado o relacionamento.

Roberts e Dowling (2002) e Chajet (1997) destacam a questão da reputação. Aqui estaria explícita uma estratégia empresarial de manutenção ou aumento da reputação dentro do mercado onde a empresa opera. O aumento do *disclosure* seria uma forma de manter o diálogo com os usuários da informação, buscando transparência das ações da empresa.

Outra motivação passaria pelo custo de capital (próprio e de terceiros) entre os estudos que se debruçaram sobre esse tema destacam-se: Botosan (1997), Glosten e Milgrom (1985), Diamond e Verrecchia; (1991), Baiman e Verrecchia (1996), entre outros. Nesses trabalhos, percebe-se que as empresas com maiores divulgações sobre seus resultados, operações e ações diversas, ou seja, que possuem um maior nível de transparência tendem a diminuir o problema da seleção adversa, o que leva a redução da

cobrança de prêmios de risco por parte dos credores. Nesse sentido, haveria uma relação negativa entre *disclosure* e custo de capital.

Jensen e Meckling (1976) e Watts e Zimmerman (1983) relacionam nível de evidenciação com a adoção de mecanismos de governança corporativa, os quais podem introduzir maior monitoramento e reduzir o comportamento oportunista. Nessa linha, Oda (2011) explica que o maior *disclosure* pode levar a uma redução das assimetrias de informações, reduzindo os conflitos de agência.

Tal como discutido na seção 2.2., a maior transparência da empresa por meio da divulgação, tanto de informações positivas quanto negativas, pode ter relação direta com a necessidade de se gerar expectativas positivas no mercado. Para entender a lógica de evidenciação de empresas S.A de Capital Fechado, vamos utilizar duas *proxies* de Lucratividade, Lucro Líquido do ano anterior e a variação do lucro líquido afim de identificar sua relação com *disclosure* obrigatório. O objetivo é compreender a relação entre boas e más notícias relacionadas a lucratividade da empresa e o *disclosure*.

Lardon e Dellof (2013), estudando o nível de *disclosure* de pequenas e médias empresas que operam em mercados de capitais menos regulamentados na Bélgica, elencaram um conjunto de relações entre as características das empresas e o nível de evidenciação. No quadro abaixo, adapta-se as proposições dos autores para a realidade do mercado e das empresas objeto do presente estudo.

Quadro 4 - Relação entre *disclosure* e características das empresas

Variável a ser testada	Característica Motivadora	Sinal esperado
Idade da empresa	A assimetria informacional relacionada às incertezas de empresas jovens.	<i>Disclosure</i> positivamente associado à assimetria informacional.
Setor de Atuação	Setores específicos podem apresentar maior ou menor regulação.	<i>Disclosure</i> positivamente relacionado com o setor; Ou <i>Disclosure</i> negativamente relacionado com o setor.
Características do endividamento da	Necessidade de busca de financiamento externo a	<i>Disclosure</i> positivamente associado com

Variável a ser testada	Característica Motivadora	Sinal esperado
empresa	custos menores.	transações no mercado de capitais.
Pulverização da propriedade	Maior número de acionista externos, pulverização de ações.	<i>Disclosure</i> positivamente relacionado com um maior número e diversidade de acionistas.
Montante e variação da receita da empresa	<i>Performance</i> empresarial. Quanto maior a <i>performance</i> , maior o nível de <i>disclosure</i> para divulgar habilidades. Quanto menor a <i>performance</i> , maior o nível de <i>disclosure</i> para justificá-las.	<i>Disclosure</i> positivamente relacionado com a <i>performance</i> empresarial; Ou <i>Disclosure</i> negativamente relacionado com a <i>performance</i> empresarial.
Tamanho da empresa	Firmas maiores possuem mais recursos para melhorar seu nível de evidenciação. Quanto maiores, mais complexas são suas operações e suas relações com os usuários.	<i>Disclosure</i> positivamente relacionado com o tamanho da empresa.
Presença de <i>Big Four</i> .	Adoção de mecanismos de governança corporativa como a contratação de empresa de auditoria Big Four.	<i>Disclosure</i> positivamente relacionado com a presença de uma auditoria Big four.

Fonte: Elaboração própria, com adaptações, a partir da discussão de Lardon e Dellof (2013).

Como pode se verificar a partir do Quadro 4 , as motivações para a variação do *disclosure* são muitas, sendo possível testar essas relações a partir de diversos modelos e técnicas. No entanto, para o caso exclusivo das empresas de Capital Fechado que operam no Brasil, as limitações para o estudo se referem justamente à disponibilidade das informações necessárias aos testes. Por exemplo, no caso das empresas que compõem a amostra desse estudo, muitas não publicam informações sobre custo de capital, de outras não se consegue obter dados sobre estrutura de propriedade. Na próxima seção todos os aspectos da composição do banco de dados e da amostra são explicitados e apresentam-se os testeis possíveis a partir dos dados levantados.

3 MÉTODO E DADOS

Considerando a teoria do *disclosure* apresentada na seção anterior, esse trabalho é caracterizado como uma análise de *disclosure* discricionário, na medida em que busca identificar os fatores endógenos que motivam os gestores empresariais a divulgarem um conjunto obrigatório de informações sobre as empresas.

3.1 AS HIPÓTESES DE PESQUISA

Mais uma vez cabe realçar que a maior parte dos estudos sobre *disclosure* investigam e, portanto, testam hipóteses sobre as empresas de capital aberto. Todavia, se por um lado existem aspectos normativos e algumas dinâmicas diferenciadas no que concerne à negociação de ações, por outro, é possível que existam inúmeras semelhanças no que tange às estratégias e anseios dos gestores empresariais.

Dito de outra forma, é possível que os gestores empresariais não alterem a lógica de operação tendo em vista a natureza jurídica da empresa. Desse modo, quando se trata de divulgar ou não informações, os objetivos e as motivações econômicas podem ser muito próximos entre as empresas de capital aberto e fechado. Um exemplo possível para tal fato é a existência de inúmeras empresas de grande porte e com alto grau de governança corporativa, mas que optam por terem seu capital fechado. Os achados das pesquisas fornecerão elementos para corroborar ou refutar essa possibilidade analítica.

Assim, para a formulação das hipóteses a serem testadas levou-se em consideração as reflexões realizadas e o quadro referencial apresentado na seção 2.4 desse trabalho, todavia contingenciadas pelas informações disponíveis para a amostra.

H_1 : Maiores níveis de *disclosure* estão positivamente relacionados com o tamanho

H_2 : Maiores níveis de *disclosure* são motivados por maiores necessidades de obtenção de crédito;

H_3 : Maiores níveis de *disclosure* estão positivamente relacionados com a *performance*.

3.2 PROCESSO DE COLETA DE DADOS E A DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

A fonte escolhida para busca das demonstrações financeiras das empresas S.A de Capital Fechado foi o Diário Oficial do Estado do Espírito Santo¹, no período compreendido entre os anos 2012 e 2014. Tal escolha justifica-se pela não disponibilidade de edições anteriores pelos jornais do estado do Espírito Santo de grande circulação como o jornal “A Gazeta”. Apenas o jornal “A Tribuna” disponibiliza em seu sítio eletrônico acervo desde o ano de 2002, mas a qualidade dos arquivos em PDF é muito baixa o que impossibilita a consulta das informações.

Todas as empresas que publicaram suas demonstrações financeiras foram listadas e organizadas sob a forma de banco de dados no software Excel®. Nesse processo foram coletadas inúmeras informações contábil-financeiras (ver Quadro 05) disponíveis nos documentos. Na sequência foram identificadas as empresas S.A de Capital Fechado, identificando-se a natureza jurídica de todas as empresas listadas. Isso foi feito por meio de consulta ao site da Receita Federal onde foi possível listar a situação cadastral, se Ativa, Baixada ou Liquidada, a atividade econômica principal (CNAE) para identificar o setor econômico, e o ano de constituição para determinar a idade da empresa.

Além disso, foi obtida por meio de consulta oficial na Junta Comercial do Espírito Santo uma listagem de empresas S.A. de Capital Fechado sediadas no Estado, dessa forma foi possível conhecer o tamanho da população estudada.

¹ O Diário Oficial do Estado do Espírito Santo possui acervo eletrônico com publicações que datam desde o ano de 2006.

O quadro 05 apresentado abaixo traz o detalhamento das informações obtidas, com as fontes e os meios de consulta utilizados.

Quadro 5 - Detalhamento do processo de coleta de dados

Fonte	Meio de consulta	Informação Coletada
Diário Oficial do Estado do Espírito Santo	http://www.dio.es.gov.br	Demonstrações Financeiras Completas de todas as empresas que publicaram 2012, 2013 e 2014.
Comprovante de Inscrição e de Situação Cadastral - Receita Federal	http://www.receita.fazenda.gov.br/	CNAE da atividade principal, Ano de Constituição, Natureza Jurídica, Situação Cadastral.
Ofício para Junta Comercial solicitando a lista de empresas S.A de Capital Fechado	Junta comercial do Estado do Espírito Santo - Juces	Lista de empresas S.A de Capital Fechado ativas, matriz e filial do Estado do Espírito Santo.
Estrutura detalhada da CNAE-Subclasses 2.2: seções, divisões, grupos, classes e subclasses	http://www.receita.fazenda.gov.br	Descrição da atividade econômica principal, informado no cartão CNPJ de as empresas que publicaram.
Análise das demonstrações financeiras das empresas S.A de Capital Fechado, publicadas no D.O.	Balanço Patrimonial	Ativo Total, Empréstimo e Financiamento de Curto Prazo, Empréstimo e Financiamento de Longo Prazo.
	Demonstração do Resultado do Exercício	Receita Líquida, Lucro antes IR e CSLL, Receita Financeira, Despesas Financeiras, Depreciação e Amortização.
	DMPL, DFC, DVA, DRA	Para empresas que divulgaram foi atribuído "1", para as empresas que não divulgou "0".
Outras Divulgações	Nota Explicativa	Padrão Contábil utilizado para elaboração das demonstrações financeiras. Indicação de outro Jornal que tenha publicado suas demonstrações financeiras.
	Relatório dos Auditores Independentes	Verificou-se se foi apresentado ou não o relatório.
	Relatório da Administração	Verificou-se se foi apresentado ou não o relatório.

Fonte: Elaboração própria.

Cabe salientar que até o momento da realização dessa pesquisa não se encontrava disponível nenhuma base de dados organizada e confiável para o conjunto de empresas da amostra. A tabela 01 apresentada a seguir sumariza os aspectos quantitativos de todas as empresas que publicaram no período.

Tabela 1 - Sumário dos números da coleta de dados

Informações	Matriz		
Total de Empresas S.A Capital Fechado Ativas do Estado do Espírito Santo	578		
Número das publicações	Ano		
	2012	2013	2014
Número de edições do Diário oficial do estado do Espírito Santo publicados.	254	256	256
Número de empresas que publicou em Diário oficial ES	282	304	306
Natureza Jurídica das empresas que publicaram. Consulta feita no sítio eletrônico da Receita Federal do Brasil.	Ano		
	2012	2013	2014
Associação Privada	17	12	8
Autarquia Federal	0	0	1
Empresa Publica	3	3	2
Entidade Sindical	1	0	1
Estabelecimento, no Brasil, de sociedade estrangeira	1	1	1
Fundação Privada	7	4	4
Órgão publico do poder executivo estadual ou do distrito federal	0	0	1
Sociedade Anônima Aberta	7	4	3
Sociedade de economia mista	5	4	7
Sociedade empresaria limitada	14	13	16
Sociedade Anônima Fechada	223	262	261
CNPJ Não informado	4	1	1
Total*	282	304	306

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa. * Nota: É importante lembrar que muitas empresas se repetem ao longo dos três anos, portanto a soma dos números não reflete o número total de empresas.

De posse dos relatórios financeiros e da listagem de empresas que compunham a amostra, foram coletados os dados detalhados no quadro 04

que serviram de base para a construção tanto do nível de *disclosure* quanto das variáveis independentes do modelo.

Após a coleta de dados e tratamento da base, chegou-se a 307 empresas S.A de Capital Fechado que publicaram suas demonstrações financeiras. Vale lembrar que esse conjunto de empresas refere-se àquelas que publicaram em algum ano, ou em todos os anos no decorrer dos três anos analisados. No entanto, oito foram excluídas da amostra por estarem com CNPJ com situação Baixada, em consulta realizada em 30/10/2015 no sitio da Receita Federal. Outras três empresas também foram excluídas por apresentarem as demonstrações financeiras zeradas devido à paralisação de suas atividades operacionais, foram excluídas também cinco empresas do setor Bancos e Serviços Financeiros restando 291 empresas.

3.3 TRATAMENTO ESTATÍSTICO: MODELOS E VARIÁVEIS

3.3.1 Variável Dependente - Índice de *disclosure*

Atualmente inexistente um *framework* definitivo para a análise do *disclosure*, capaz de fornecer os elementos mínimos e necessários a serem divulgados por empresas de Capital Fechado. Isso porque, a maioria dos estudos que apresenta índices, *check lists*, métricas ou *frameworks* referem-se às empresas de capital aberto, principalmente pela maior facilidade de obtenção de dados. Os poucos trabalhos no Brasil que abordam *disclosure* em empresas S.A. de Capital Fechado utilizam como método a análise de conteúdo de notas explicativas². Diante desse contingenciamento, buscou-se elaborar um índice próprio por meio de uma compilação e adaptação daquilo que já foi feito por estudiosos brasileiros para as empresas de capital aberto. Acredita-se que essa adaptação se adequa melhor à realidade das S.A. de Capital Fechado aqui analisadas.

² Ver Silva (2014), por exemplo.

Assim, para medir o nível de *disclosure* obrigatório das empresas da amostra, levaram-se em consideração as informações disponíveis nas publicações, esse fato aparece como mais um contingenciamento tendo em vista que existem muitas nuances na forma de apresentação das diversas empresas. Ainda assim foi possível construir um índice com 11 itens que abarcam as informações referentes às Demonstrações Financeiras, aos Relatórios de Administração e Auditoria e às Informações Comparativas.

A fim de caracterizar a obrigatoriedade das divulgações, utilizou-se como referência a Lei das Sociedades Anônimas e suas alterações, além do CPC-26. O que se espera é que toda a empresa apresente o conjunto completo de demonstrações contábeis obrigatórias exigidos pelo quadro normativo. O quadro 06 apresentado abaixo traz a composição do índice e o quadro legal que tornou a divulgação obrigatória:

Quadro 6 - Índice de *disclosure*

ITEM DO DISCLOSURE OBRIGATÓRIO	QUADRO LEGAL
<i>Demonstrações Financeiras</i>	
1. A empresa divulgou Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)?	Lei 6.404/1976
2. A empresa divulgou Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL)?	Lei 6.404/1976 e CPC-26
3. A empresa divulgou Demonstração do Resultado abrangente (DRA)?	CPC-26
4. A empresa divulgou Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)?	Lei 11.638/2007
5. A empresa divulgou Nota explicativa?	Lei 6.404/1976
<i>Relatório da Administração</i>	
6. A empresa divulgou Relatório da Administração?	Lei 10.303/2001
<i>Relatório dos Auditores independentes</i>	
7. A empresa divulgou Relatório dos Auditores?	Lei 10.303/2001
<i>Informações comparativa</i>	
8. A empresa divulgou informações do exercício anterior do ano correspondente?	Lei 6.404/1976
9. A empresa informou qual a prática contábil utilizada na preparação das demonstrações financeiras?	Lei 11.941/2009
10. A empresa divulgou em outro jornal além do Diário Oficial ?	Lei 6.404/1976 e Lei 10.303/2001

ITEM DO DISCLOSURE OBRIGATÓRIO	QUADRO LEGAL
11. A empresa publica no prazo?	Lei 6.404/1976 e Lei 10.303/2001

Fonte: Elaboração Própria

Muitas empresas informaram em nota explicativa em qual outro jornal foram publicadas suas demonstrações financeiras, com base nesta informação foi atendido o item 10 do índice. Tal critério tem limitações por penalizar empresas que, por ventura, tenham publicado em outro jornal e não informaram em nota explicativa. A busca por essa informação em outros jornais também seria inviável, pelo fato de tratarmos de uma amostra que cobre todo o estado e somente o Jornal a Tribuna disponibiliza as edições anteriores em seu sitio eletrônico. Nesse sentido, segue abaixo a tabela 2 com a lista dos jornais identificados na amostra:

Tabela 2 - Jornais identificados na amostra

Jornal	2012	2013	2014	Total
A Gazeta	1	1	1	3
A Tribuna	51	68	76	195
Aqui Notícias - Cachoeiro de Itapemirim	1	1	1	3
Correio do Estado	2	0	0	2
Diário do Noroeste	0	1	1	2
Folha do Norte	0	1	0	1
Jornal Correio do Estado	3	0	0	3
Jornal Folha da Terra de Venda Nova do Imigrante - ES.	0	1	1	2
Jornal Notícia Agora	4	3	3	10
Jornal tempo novo	0	1	1	2
O Colatinista	0	1	0	1
O Pioneiro	1	0	1	2
Tempo Novo	1	0	0	1
Tempo novo da Serra	1	1	1	3
Não informado	143	167	166	479
Total	208	246	252	709

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

Quanto ao item 11 do quadro 6, o preenchimento teve como base o que determina a Lei 6.404, em seu artigo 132 e 133. A redação instrui que: “Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembleia geral para, entre outros,

tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras”. Para tanto as demonstrações financeiras e os relatórios da administração e auditoria devem ser publicados até 5 (cinco) dias, pelo menos, antes da data marcada para a realização da assembleia-geral (art. 133, § 3º, Lei 10.303/01). Para empresas que publicaram até o dia 31 de abril receberam escore “1”, demais “0”.

Para apurar o valor do índice foi preenchido, para cada empresa, o quadro 6 com os 11 itens. Para tanto, foram utilizadas informações binárias, ou seja, valor um (1) caso a informação tenha sido divulgada e valor zero (0) para a não divulgação. O valor do índice varia entre 0 e 1 e depende do percentual de cumprimento de divulgação dos itens obrigatórios. Por exemplo, empresas que publicaram nove dos 11 itens obrigatórios (ou seja, 81,81%) auferiram um índice de 0,818.

Devido à diversidade da amostra em termos de tamanho e setores sujeitos a regulação específica, como Relatório dos Auditores (e outros) sendo obrigatório apenas para empresas de Grande Porte e a DRA obrigatória apenas para as empresas sujeitas aos órgãos reguladores que aderiram ao CPC-26, foi necessário um tratamento a fim de não penalizar empresas não abarcadas por essas nuance. Assim, o número total de itens de divulgação obrigatória apresentado pela empresa (para todas as normas em análise) foi dividido pelo número de itens de divulgação a ela aplicável (SANTOS; PONTE; MAPURUNGA, 2014), utilizando a equação (1):

$$IND_{i,t} (0 < IND < 1) = \frac{\sum_{i,t}^N \text{Itens obrigatórios publicados}}{N_{i,t}}$$

Onde,

$IND_{i,t}$ = Índice de *disclosure* obrigatório da empresa *i*, no tempo *t*.

$N_{i,t}$ = Número de itens obrigatórios para cada empresa *i*, no tempo *t*.

Itens obrigatórios publicados = Soma dos itens que foram publicados por empresa.

Desse modo as empresas não obrigadas a divulgar um item específico do item não foram penalizadas, podendo atingir o valor do índice igual a um mesmo sem publicar os onze itens.

3.3.2 Variáveis Independentes

A partir do quadro teórico apresentado, foi possível elencar um conjunto de variáveis para testar as motivações para a evidenciação das empresas S.A. de Capital Fechado capixabas. Essas variáveis estão dispostas no quadro 07 apresentado a seguir.

Quadro 7 – Descrição das variáveis independentes

Variável	Descrição/mensuração	Sinal esperado
Determinante 1: Tamanho		
Tamanho	Logaritmo Natural do Ativo Total	+
Determinante 2: Endividamento		
Endividamento de longo prazo	Empréstimo de longo prazo/ Ativo Total	+
Nível de uso de capital de terceiros	Passivo Circulante + Passivo Não Circulante/ Ativo Total.	+
Determinante 3: Performance		
Variação da receita	$\frac{\text{Receita Líquida}_t - \text{Receita Líquida}_{t-1}}{\text{Receita Líquida}_{t-1}}$	+ ou -

Fonte: Baseado em Van Caneghem e Campenhout (2010), Lardon e Dellof (2013), Almeida (2010) e outras adaptações.

3.3.3 Variáveis de Controle

No quadro 8 são apresentadas as variáveis identificadas na literatura como variáveis de controle.

Quadro 8 - Descrição das variáveis de controle

Determinante 1: Grau de Maturidade		
Idade	Logaritmo natural do número de anos desde o registro da empresa.	+
Determinante 2: Lucratividade		
Variação do Lucro	$\text{Lucro}_t - \text{Lucro}_{t-1} / \text{Lucro}_{t-1}$	
Lucro no exercício anterior	Variável dummy. $\text{Lucro}_{t-1} = 1$ Prejuízo $t-1 = 0$	+
Determinante 3: Setor de atuação		
Setor classificação @Comdinheiro	Classificação @Comdinheiro conforme Tabela 03 (abaixo).	
Setor classificação tradicional	Comércio, Indústria e Serviço Tabela 04 (abaixo).	
Mercado Regulado	Variável <i>dummy</i> que assume valor "1" quando o setor sujeito a órgãos reguladores (ANS, Aneel, Anatel, Susep, Bacem e CVM) e zero quando não.	+
Determinante 4: Auditoria		
Big Four	Empresa auditada por empresa lidere de mercado: Deloitte, Ernst & Young, KPMG e PWC, "1".	+

Fonte: Baseado em Van Caneghem e Campenhout (2010), Lardon e Dellof (2013), Almeida (2010) e outras adaptações.

Regra geral as empresas S.A. de Capital Fechado não estão obrigadas a contratar auditoria externa independente, salvo as empresas que fazem parte de mercados que estão sujeitos a órgãos reguladores que as obrigue como a ANS-Agencia Nacional de Saúde e a Aneel – Agência Nacional de Energia Elétrica, além do Bacen. Além das Empresas de Grande Porte conforme já destacado no Quadro 02.

3.3.4 Os Modelos

A partir das informações apresentadas anteriormente, foram construídos dois modelos para testar as hipóteses.

O primeiro modelo baseia-se numa regressão linear múltipla estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) que traz o índice de *disclosure* obrigatório apresentado no Quadro 06 como variável dependente. Como variáveis explicativas foram testadas algumas variáveis inseridas e definidas no quadros 05 e as variáveis de controle no quadro 06.

Modelo 1 – Regressão Linear Múltipla

$$\begin{aligned} & \textit{Índice de disclosure obrigatório}_{i,t} \beta_0 \\ & + \beta_1 \textit{Tamanho}_{i,t} + \beta_2 \textit{Endividamento}_{i,t} + \beta_3 \textit{Performance}_{i,t} \\ & + \beta_4 \textit{Variaveis de controle} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Onde,

Índice de *disclosure* obrigatório: É a variável IND, calculada como mostra a equação (1), $0 < \text{IND} < 1$.

O modelo 2 trata-se de uma Regressão Logística que traz a variável Nível de publicação como variável dependente. Essa variável baseia-se no Índice de *Disclosure*, compostos pelos onze quesitos. As empresas que pontuaram de 0 a 0,7 receberam escore “0”, classificada como baixo nível de *disclosure*. As que pontuaram de 0,7 a 1 receberam escore “1”. Tal modelo foi baseado na análise descritiva dos dados, o objetivo desse modelo é verificar a probabilidade da empresa divulgar mais ou menos informações dadas as variáveis independentes levantadas.

A Regressão Logística busca explicar ou prever a probabilidade de ocorrência de determinado evento ou da classificação de determinado elemento da amostra em determinado grupo. Para esse estudo, busca-se explicar o Baixo ou Alto nível de *disclosure* das empresas.

Modelo 2 – Regressão Logística

$$\begin{aligned} \text{Logit}(\text{Nível de disclosure} \geq 0,7 = 1) &= \beta_0 \\ &+ \beta_1 \text{Tamanho}_{i,t} + \beta_2 \text{Endividamento}_{i,t} + \beta_3 \text{Performance}_{i,t} \\ &+ \beta_4 \text{Variáveis de controle} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Onde:

Baixo Nível de *disclosure*; $\text{IND} < 0,7$

Alto Nível de *disclosure*; $\text{IND} \geq 0,7$

3.4 OUTROS DADOS E INFORMAÇÕES RELEVANTES

A classificação das empresas por setor econômico foi realizada, inicialmente, a partir da coleta da subclasse do CNAE referente à atividade principal presentes no cartão CNPJ de cada empresa. Destaca-se que a classificação do CNAE possui 1388 subclasses. Assim, a classificação dos setores por esse método, devido ao nível de detalhamento das atividades, gerou um número demasiadamente elevado, qual seja, 128 subclasses diferentes.

Para contornar esse problema, foi realizada uma reclassificação a partir da classificação setorial da Base de Dados Comdinheiro®. Essa base trabalha com 35 setores. Com esse procedimento, chegou-se para as empresas da amostra a uma divisão que engloba 25 setores, conforme apresentada na tabela 03 abaixo.

Tabela 3 - Detalhamento dos setores das empresas da amostra

Nº	Setor	2012	2013	2014	Total
1	Agronegócio	19	26	25	70
2	Água e Saneamento	1	1	1	3
3	Alimentos		2	3	5
4	Alimentos Processados	7	9	7	23
5	Biocombustíveis, Gás e Petróleo	2	2	2	6
6	Celulose, Papel e Madeira	2	2	3	7
7	Comércio	32	41	39	112
8	Construção e Imóveis	10	18	18	46
9	Energia e Serviços Básicos	5	6	9	20
10	Holding	22	32	33	87

Nº	Setor	2012	2013	2014	Total
11	Indústria	5	8	5	18
12	Indústria - Construção Pesada	2	1	1	4
13	Indústria - Máqs. e Equip.	1	2	2	5
14	Indústria - Materiais de Construção	4	3	4	11
15	Informática	2	2	2	6
16	Lazer	4	6	6	16
17	Metalurgia e Siderurgia	10	9	8	27
18	Mineração	6	6	5	17
19	Participações	10	11	11	32
20	Saúde	8	10	12	30
21	Serviços	15	13	13	41
22	Serviços Educacionais	1	1	1	3
23	Tecidos, Vestuário e Calçados	7	6	4	17
24	Telefonia e Comunicações	3	4	4	11
25	Transportes	25	24	27	76
Total Geral		203	245	245	693

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

A classificação apresentada na Tabela 3 serviu ao desenvolvimento e às análises empreendidas na apresentação das estatísticas descritivas.

Por fim, foi realizado um último tratamento que dividiu as empresas nos três setores tradicionais da Economia, quais sejam: Indústria, Comércio e Serviços. Esse procedimento foi realizado para facilitar o processo de análise.

Tabela 4 - Empresas da amostra por setores tradicionais

Setor	2012	2013	2014	Total Geral
Comércio	46	57	53	156
Indústria	56	66	61	183
Serviços	101	122	131	354
Total Geral	203	245	245	693

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

Na seção 4 a seguir são apresentados e discutidos os principais achados a partir das estatísticas descritivas e dos modelos econométricos aplicados.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Na tabela 5 apresentam-se as estatísticas descritivas dos dados e informações tabulados. A primeira informação que chama a atenção está nos valores mínimos e máximos dos índices de *disclosure*. Como pode ser observado, existem empresas que não publicaram nenhum item obrigatório e outras que preencheram todos os itens, muitas vezes, até mesmo não obrigatórios. Isso confirma a informação de que existem empresas que não estão cumprindo as normas, bem como um rol de empresas que vão além delas.

O desvio em torno da média do índice de *disclosure* revela a heterogeneidade no nível de divulgação das empresas da amostra, apontando para a necessidade de se buscar os fatores explicativos dessas nuances. Já a média encontrada para o índice de *disclosure* obrigatório, 0,65, demonstra que, apesar de um aparato normativo robusto, muitas empresas não têm se adequado às normas, o que levanta hipótese sobre fragilidades no processo de fiscalização. Esse achado revela que não se pode, ainda, esperar que o sistema normativo seja um fator determinante para o nível de *disclosure* das empresas S.A. de Capital Fechado, constatação que chama a atenção para a busca de outras variáveis explicativas e fatores determinantes.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas

Variáveis	nº	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Índice de <i>disclosure</i> obrigatório	693	0,65	0,70	0,16	0	1
Itens <i>disclosure</i> obrigatório	693	6,69	7	1,79	0	11
Ln Ativo Total	693	17,27	17,33	1,90	9,55	21,65
Endividamento de Longo Prazo	693	8,70	0,00	226,87	0	5972,29
Nível de Endividamento	693	13,24	0,42	335,56	0	8834,14
Variação da Receita Líquida	647	0,56	0,04	4,72	-8,08	97,18
LN Idade	693	2,63	2,76	0,90	-1,18	4,33
Variação do Lucro	643	-50,21	-0,19	1019,04	25424,0	1223,95

Variáveis	nº	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
3						

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

A tabela 6 apresentada a seguir traz um ranking das médias do *disclosure* por setor de atuação das empresas da amostra. Interessante notar que os maiores índices são apresentados por empresas que atuam em setores mais complexos, com é o caso da Indústria Pesada, Saúde, Mineração, Energia, entre outros. Todavia, ainda é possível encontrar setores como o de Papel, Celulose e Madeira, Biocombustíveis, Gás e Petróleo, tão complexos quanto os outros, mas que apresentam baixos índices de evidenciação.

Tabela 6 – Ranking do índice de *Disclosure* por setores de atuação das empresas da amostra

Setor	Média do Índice de <i>disclosure</i> obrigatório			
	2012	2013	2014	Total
Indústria - Construção Pesada	0.82	0.73	0.82	0.80
Saúde	0.76	0.73	0.79	0.76
Mineração	0.75	0.77	0.76	0.76
Energia e Serviços Básicos	0.73	0.74	0.73	0.73
Água e Saneamento	0.73	0.73	0.73	0.73
Transportes	0.72	0.71	0.73	0.72
Metalurgia e Siderurgia	0.70	0.69	0.75	0.71
Indústria	0.73	0.67	0.73	0.70
Informática	0.64	0.69	0.78	0.70
Serviços	0.70	0.70	0.62	0.68
Comércio	0.69	0.65	0.66	0.66
Indústria - Materiais de Construção	0.69	0.63	0.66	0.66
Alimentos Processados	0.69	0.64	0.64	0.65
Telefonia e Comunicações	0.62	0.72	0.61	0.65
Agronegócio	0.60	0.68	0.63	0.64
Construção e Imóveis	0.63	0.61	0.67	0.64
Tecidos, Vestuário e Calçados	0.60	0.59	0.68	0.61
Lazer	0.61	0.62	0.57	0.60
Serviços Educacionais	0.60	0.60	0.60	0.60
Biocombustíveis, Gás e Petróleo	0.53	0.62	0.62	0.59
Holding	0.62	0.54	0.59	0.58
Celulose, Papel e Madeira	0.50	0.61	0.56	0.56
Indústria - Máqs. e Equip.	0.70	0.52	0.48	0.54
Participações	0.57	0.56	0.46	0.53

Setor	Média do Índice de <i>disclosure</i> obrigatório			
	2012	2013	2014	Total
Alimentos		0.56	0.49	0.52
Média Geral	0.67	0.65	0.65	0.66

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

Conforme discutido na seção 2.3, o instrumento normativo fundamental que regula o nível de *disclosure* das S.A de Capital Fechado é a Lei 6.404/1976, que continua em vigor tendo sido atualizada por outras leis. Além disso, alguns órgãos reguladores adotam outros instrumentos normativos que fazem com que as empresas daquele setor regulado também sejam obrigadas a divulgar determinados itens não obrigatórios na Lei das S.A. Na Tabela 7 apresenta-se uma descrição do padrão contábil seguido pelas empresas da amostra, conforme informações divulgadas pelas próprias empresas.

Tabela 7 – Tipos de padrão contábil seguido pelas empresas

Padrão Contábil Informado	2012	%	2013	%	2014	%	Total	%
CPC	29	14%	23	9%	26	11%	78	11%
CPC PME	6	3%	12	5%	12	5%	30	4%
Lei Societária	75	37%	87	36%	84	34%	246	35%
Lei Societária e BRGAAP	1	0%	1	0%	0	0%	2	0%
Lei Societária e CPC	39	19%	56	23%	46	19%	141	20%
Lei Societária e CPC PME	5	2%	3	1%	3	1%	11	2%
Lei Societária, CPC e ANEEL	1	0%	3	1%	4	2%	8	1%
Lei Societária, CPC e ANS	0	0%	0	0%	2	1%	2	0%
Lei Societária, CPC e CVM	7	3%	4	2%	6	2%	17	2%
Não informado	40	20%	56	23%	62	25%	158	23%
% Total Lei das S.A		63%		63%		59%		62%
Total Geral	203		245		245		693	

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

Por meio da tabela 7 é possível perceber que, em um percentual de 62% das publicações, as empresas declararam seguir como padrão contábil a Lei das S.A, ou um combinado dessa Lei com outros instrumentos normativos. Todavia, o total esperado seria 100% já que se tratam de Sociedades Anônimas regidas pela Lei em questão. Esse dado pode revelar a deficiência (ou falta de qualidade) no processo de elaboração das

divulgações, já que mais de 20% das empresas da amostra sequer revelou o padrão contábil. Vale lembrar que essa informação é um item obrigatório de divulgação, inclusive fazendo parte do índice de *disclosure* apresentado na seção 3.3.1. Mesmo não sendo o escopo desse trabalho avaliar qualitativamente a divulgação, o fenômeno revelado aponta caminhos para algumas reflexões nesse âmbito. Os dados da tabela 8 são mais reveladores dessa questão.

Tabela 8 – Descrição das publicações por padrão contábil

NDP*	Padrão Contábil	DRE %	DMPL %	DRA %	DFC %	NE %	Rel. Adm %	Rel. Aud. %	A.C.* %	OJP* %	T.P* %
78	CPC	100	100	26	100	96	24	53	100	18	53
30	CPC PME	100	100	3	90	100	10	47	100	13	43
246	Lei Societária	100	91	10	90	98	5	21	98	37	37
2	Lei Societária e BRGAAP	100	100	0	100	100	0	100	100	0	100
141	Lei Societária e CPC	100	96	33	99	94	16	57	98	35	55
11	Lei Societária e CPC PME	100	100	27	100	100	45	55	100	9	82
8	Lei Societária, CPC e ANEEL	100	100	13	100	100	25	88	100	13	100
2	CPC e ANS	100	100	0	100	100	50	100	100	0	50
17	Lei Societária, CPC e CVM	100	100	6	100	100	24	59	100	24	65
158	Não Informou o padrão contábil	92	72	13	75	11	1	8	94	42	44
693		98	90	17	90	77	10	32	97	33	47

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa. . * NDP = Número de Demonstrações Publicadas; AC = Ano Comparável; OJP = Outro Jornal de Publicação; Tempestividade da Publicação.

Na tabela 8 abrem-se os dados da tabela 7, descrevendo os itens que foram publicados por ocasião do padrão contábil seguido pelas empresas. Verifica-se que do total de 693 publicações entre os anos 2012, 2013 e 2014, 246 seguiram somente a Lei das S.A e para 158 publicações não foi informado o padrão contábil. Interessante notar que é nesse mesmo conjunto de publicações que estão os níveis mais baixos de atendimento aos itens obrigatórios como o Relatório da Administração e da Auditoria. Além disso, estão aqui os menores níveis de tempestividade da publicação. Mais uma vez

revelam-se aspectos de baixa qualidade da evidenciação. Aliás, para as publicações onde não foi informado o padrão contábil, a média percentual de atendimento ao *disclosure* obrigatório é mais baixa do que a média geral em quase todos os itens, à exceção do atendimento ao quesito de publicação em mais de um jornal.

A tabela 9 busca avançar no entendimento sobre o nível de *compliance* dos itens de divulgação obrigatória, bem como no grau de *disclosure* voluntário, sendo, portanto, mais reveladora de aspectos do esforço de evidenciação das empresas. Nela, considerou-se detalhadamente os itens obrigatórios para cada empresa da amostra a partir da sua classificação por setor de atuação ou por tamanho, ou conforme outros requisitos normativos detalhados na seção 2.3. Todos os itens dispensados pelo sistema normativo foram considerados voluntários.

Tabela 9 – Descrição percentual do nível de evidenciação

Publicação das Empresas	Critério	2012		2013		2014		Total	
Grupo - Demonstrações Financeiras									
		nº	%	nº	%	nº	%	nº	%
Balanco Patrimonial	Obrigatório	196	100	233	100	235	100	664	100
	Voluntário	7	100	12	100	10	100	29	100
Demonstração do Resultado do Exercício	Obrigatório	196	99	233	98	235	97	664	98
	Voluntário	7	100	11	92	10	100	28	97
Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido	Obrigatório	196	93	233	88	235	89	664	90
	Voluntário	7	100	11	92	7	70	25	86
Demonstração do Resultado abrangente	Obrigatório	86	24	99	24	96	29	281	26
	Voluntário	10	9	17	12	18	12	45	11
Demonstração do Fluxo de Caixa	Obrigatório	183	95	208	92	210	92	601	93
	Voluntário	16	80	27	73	23	66	66	72
Nota explicativa	Obrigatório	196	83	233	76	235	75	664	77
	Voluntário	4	57	10	83	7	70	21	72
Grupo - Relatório da Administração									
Relatório da Administração	Obrigatório	196	12	233	11	235	10	664	11
	Voluntário	0	0	0	0	0	0	0	0
Grupo - Relatório dos Auditores independentes									
Relatório dos Auditores	Obrigatório	25	68	27	64	29	63	81	65
	Voluntário	51	31	48	24	45	23	144	25

Publicação das Empresas	Critério	2012		2013		2014		Total	
Grupo - Demonstrações Financeiras									
		nº	%	nº	%	nº	%	nº	%
Grupo - Informações comparativas									
Informações do exercício anterior do ano correspondente	Obrigatório	196	98	233	97	235	97	664	97
	Voluntário	6	86	12	100	10	100	28	97
Informou qual a prática contábil	Obrigatório	196	81	233	77	235	74	664	77
	Voluntário	4	57	10	83	8	80	22	76
Divulgou em outro jornal além do Diário Oficial	Obrigatório	196	32	233	33	235	36	664	34
	Voluntário	2	29	3	25	3	30	8	28
Publicou no prazo	Obrigatório	196	48	233	44	235	49	664	47
	Voluntário	3	43	5	42	6	60	14	48
Obrigatório apenas para Empresas S.A de Capital Aberto									
Demonstração do Valor Adicionado	Voluntário	16	8	17	7	16	7	49	7

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

Analisando os dados da tabela 9 por grupo de publicações percebe-se, no que tange ao conjunto de itens das “Demonstrações financeiras”, uma baixa aderência de empresas à publicação de Demonstração do Resultado Abrangente. Embora essa demonstração seja obrigatória para todas as empresas que declararam seguir o CPC-26, apenas 26% das publicações seguiram essa obrigatoriedade e se observou 9% de publicações voluntárias. Por outro lado, ainda nesse grupo de publicações, chama a atenção o alto grau de cumprimento da obrigatoriedade de publicação de todos outros itens, seja por empresas obrigadas ou não.

Passando para o grupo “Relatório da Administração”, o grau de aderência foi bastante baixo, apenas 11% das publicações obrigadas a divulgar essa informação o fizeram. Além disso, nesse grupo não houve nenhuma publicação voluntária. A falta de publicações voluntárias pode ter relação com o tamanho das empresas desobrigadas a publicar esse item.

Já no que tange à publicação do grupo “Relatório dos auditores”, o percentual se eleva para 65% de cumprimento por parte das obrigadas e 25% de publicações voluntárias. Esse último número chama a atenção, sobretudo porque a contratação de empresas de auditoria eleva os custos operacionais

da empresa. Nesse sentido, uma hipótese que pode ser trabalhada é que essa contratação voluntária de auditores tenha relação com a complexidade do setor de atuação da empresa.

Em relação ao Grupo “Informações Comparativas”, reforça-se a discussão apresentada acima. No que tange à informação sobre a divulgação da prática contábil, o percentual de divulgações obrigatórias é igual ao percentual de voluntárias. Isso ocorre também no que concerne ao atendimento de quesitos que fornecem indícios sobre a qualidade do processo de divulgação, como é o caso dos itens que tratam da divulgação em outro jornal e da divulgação dentro dos prazos legais. Além disso, esses dois últimos itens apresentaram um baixo grau de aderência das publicações obrigatórias, 34% e 47%, respectivamente; e o que pode ser considerado um alto percentual de publicações voluntárias, 28% e 48%, respectivamente.

Por fim, ainda no que tange aos dados apresentados na Tabela 9, percebe-se que a despeito da não obrigatoriedade de apresentação da Demonstração do Valor Adicionado por nenhuma empresa da amostra, foi encontrado um percentual médio de 7% de publicações, nesse caso todas voluntárias.

Nas tabelas 10, 11 e 12 apresentadas abaixo se detalham a questão das empresas auditadas. Na tabela 10 são apresentadas todas as empresas de auditoria reveladas por meio das evidenciações da amostra.

Tabela 10 – Empresas de auditoria evidenciadas pela amostra

Empresas de auditoria	Auditorias realizadas								
	2012		2013		2014		Total		
Big Four									
Deloitte Touche Tohmatsu Auditores independentes	12		10		10		32		
Ernst & Young Terco auditores independentes	9		9		8		26		
KPMG Auditores independentes	2		1		1		4		
PWC - Price Waterhouse Coopers Auditores independentes	12		13		10		35		
Total de empresas auditadas por Big Four	35	46%	33	44%	29	39%	97	43%	
Não Big Four									
ACA-Assessoria Contábil e Auditoria	3		3		4		10		

Empresas de auditoria	Auditorias realizadas							
	2012	2013	2014	Total				
S/S								
Anselmo Missao Ujiie	1	1	1	3				
Audcorp Auditoria e Assessoria S/S			1	1				
Audicentro Auditoria e Consultoria Empresarial	1			1				
AUDITÓR-Auditores Independentes		2	2	4				
Baker Tilly Brasil Auditores independentes	6	11	11	28				
BDO RCS Auditores Independentes	2	2	4	8				
CFA Consultoria, Finanças e Auditoria Independente S/S	2	3	2	7				
Domingos de Sá Filho	1	1	1	3				
EXACTO AUDITORIA S/S	2	2	2	6				
Global Auditores Independentes	1	1	1	3				
Grant Thornton Auditores Independentes	1	1	1	3				
Grunitzky Auditores independentes	2			2				
HM & Z Consulting - Auditores e Consultores Associados LTDA.	1			1				
Lopes, Machado. BKR			1	1				
Moore Stephens Metri Auditores	1	1		2				
Moore Sthepens Consulting News	1			1				
MullerEynng Auditores Independentes	1	1	1	3				
Nova Master Auditores independentes			2	2				
Padrão Auditoria S/S	1			1				
Pagotto Auditores Consultores & Associados	1			1				
Paulo de Tarso Borges Ramos		1	1	2				
Presença controladoria LTDA		2		2				
RSM Brasil	1	1	1	3				
SOLTZ, MATTOSO & MENDES Auditores Independentes	3	1	1	5				
SR Auditores e consultores	4	5	4	13				
Tecnoaudi Auditores Independentes S/S			1	1				
Vieira, Vianna Auditores e Consultores	5	3	3	11				
Total de auditadas por não Big Four	41	54%	42	56%	45	61%	128	57%
Total Geral de empresas auditadas	76	37%	75	31%	74	30%	225	32%
Total Geral de Empresas não auditadas	127	63%	170	69%	171	70%	468	68%
Total Geral de Empresas da amostra	203		245		245		693	

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

Nas evidenciações da amostra foram encontradas 33 empresas de auditoria, sendo quatro delas caracterizadas como “*Big Four*”. Chama a atenção o alto percentual de empresas auditadas por *Big four*, 43%, frente aos 57% auditadas por empresas não Big Four.

Na tabela 11 apresenta-se o agrupamento, por setores, do número de empresas que foram auditadas, considerando a obrigatoriedade requerida pelos instrumentos normativos. O que chama a atenção nessa tabela é o fato de os setores que apresentam os maiores percentuais de empresas auditadas se aproximam muito dos setores que apresentam os maiores índices de *disclosure*, isso pode revelar que a presença de auditorias seja um indicativo de qualidade da evidenciação, o que vai ao encontro dos achados de Van Caneghem e Campenhout (2010), em que as auditorias externas melhoram a adequação do processo de evidenciação das informações contábeis.

Tabela 11 - Ranking dos Setores das empresas com auditoria obrigatória

Auditoria Obrigatória						
Setores	2012	2013	2014	Total Geral	Total geral de empresas	% Geral c/ auditoria Obrigatória
Comércio	8	7	5	20	112	17,9%
Mineração	4	4	4	12	17	70,6%
Alimentos Processados	3	3	3	9	23	39,1%
Agronegócio	2	3	3	8	70	11,4%
Holding	2	2	4	8	87	9,2%
Energia e Serviços Básicos	1	3	3	7	20	35,0%
Metalurgia e Siderurgia	2	2	1	5	27	18,5%
Construção e Imóveis	1	1	1	3	46	6,5%
Serviços	1	1	1	3	41	7,3%
Alimentos		1	1	2	5	40,0%
Transportes	1		1	2	76	2,6%
Indústria - Construção Pesada			1	1	4	25,0%
Saúde			1	1	30	3,3%
Total Geral	25	27	29	81	558	14,5%

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

Um dado importante que deve ser acrescentado na interpretação da tabela 11 é que no setor de Mineração, bem como no de Metalurgia e Siderurgia, todas as empresas obrigadas a ter suas demonstrações financeiras auditadas contaram em 100% com *big four*. Já no setor Comércio, foi encontrado também uma adesão considerável a *big four*, 80%.

Na tabela 12 foram destacados os setores empresariais que se utilizaram de auditorias voluntárias. Cabe ressaltar que a obrigatoriedade relativa a contratação de auditorias não se refere ao setor, mas sim às

características da empresa dentro de um setor, seja em termos de tamanho ou tipo regulação específica. Por esse motivo os setores podem se repetir entre os que apresentaram auditoria obrigatória e voluntária.

Tabela 12 – Ranking dos Setores das empresas com auditoria voluntária

Auditoria Voluntária						
Setores	2012	2013	2014	Total de auditadas	Total geral de empresas	% Geral c/ auditoria voluntária
Transportes	12	11	12	35	76	46,1%
Comércio	7	7	8	22	112	19,6%
Serviços	5	6	2	13	41	31,7%
Saúde	4	4	4	12	30	40,0%
Construção e Imóveis	3	4	4	11	46	23,9%
Alimentos Processados	3	4	3	10	23	43,5%
Indústria	3	3	2	8	18	44,4%
Energia e Serviços Básicos	3	2	2	7	20	35,0%
Agronegócio	3	-	2	5	70	7,1%
Lazer	1	2	2	5	16	31,3%
Água e Saneamento	1	1	1	3	3	100,0%
Biocombustíveis, Gás e Petróleo	1	1	1	3	6	50,0%
Indústria - Construção Pesada	2	1		3	4	75,0%
Informática	1	1	1	3	6	50,0%
Celulose, Papel e Madeira	-	1	1	2	7	28,6%
Indústria - Materiais de Construção	1	-	-	1	11	9,1%
Metalurgia e Siderurgia	1	-	-	1	27	3,7%
Total Geral	51	48	45	144	516	27,9%

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

Na tabela 12 acima, percebe-se um interessante percentual de 27,9% de contratação voluntária de auditores. Além disso, verifica-se que os setores que apresentaram o maior número de auditorias voluntárias não são necessariamente aqueles que apresentam os maiores níveis de *disclosure*. Nesse sentido, a maior quantidade de *disclosure* não possui como explicação inequívoca a presença de auditoria, mas também podem ser explicados por fatores como o tamanho da empresa, níveis de endividamento, idade, entre outros. Na seção seguinte busca-se explorar esses fatores a partir dos modelos preconizados.

4.2 DETERMINANTES DO DISCLOSURE FINANCEIRO

As estatísticas descritivas apresentadas na seção anterior foram capazes de mostrar que, apesar dos requerimentos normativos para evidênciação obrigatória de empresas, esse não é cumprido por um importante conjunto de empresas. Por outro lado, também foi possível encontrar um importante contingente de empresas evidenciando voluntariamente algumas informações contábeis. As descritivas também apontaram importantes relações entre as características da amostra de empresas estudada.

No intento de complementar, corroborar ou refutar as hipóteses da pesquisa, bem como avançar nas explicações da análise descritiva procederam-se os testes estatísticos buscando encontrar os possíveis fatores explicativos desse processo.

Na tabela 13 apresenta-se a matriz de correlação das variáveis que foram utilizadas nos modelos 1 e 2.

Tabela 13 - Matriz de correlação

	Ln_AT	Var_RL	End_Lp	Ln_Ida	Luc_t-1	Var_luc	Bigfour
Ln_AT	1						
Var_RL	-0,0105	1					
End_Lp	-0,1546	-0,0046	1				
Ln_Ida	0.2824***	-0.0881**	-0.0481	1			
Luc_t-1	0.2632***	-0,0502	0,027	0.1414***	1		
Var_luc	-0,0205	0,0034	0,0015	0,0074	0,0635	1	
Bigfour	0.3717***	-0,0335	-0,0154	0,0293	0.1001**	0,0206	1

Nota: Os asteriscos indicam significância estatística em 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Fonte: Elaboração própria. Saídas do Stata.

De acordo com os resultados apresentados acima, pode-se afirmar que as variáveis explicativas possuem baixa correlação, o que é um indicativo de ausência de problemas relacionados à multicolinearidade e ortogonalidade das variáveis. No entanto, destaca-se que a variável “Nível de endividamento” foi excluída justamente por apresentar correlação perfeita com a variável Endividamento de Longo Prazo. A variável “Idade” está positivamente relacionada ao “Tamanho” e negativamente com a variável “Variação da

Receita Líquida”. “*Big Four*” e “ Lucro_{t-1} ” também estão positivamente relacionados à variável “Tamanho”.

Na tabela 14 apresentam-se os resultados das regressões lineares múltiplas a partir do Modelo 1. Inicialmente foram realizadas simulações para o Índice de *Disclosure* obrigatório, incorporando a variável de controle *Big four*.

Tabela 14 - Resultados da regressão linear múltipla, com *big four* como variável de controle (modelo 1)

Variáveis	Geral	Tamanho	Endividamento	Performance
	1	2	3	4
LN Ativo Total	-0.00316 (-0.930)	-0.00434 (-1.275)		
Emp. Longo P.	5.80e-05** (2.451)		6.19e-05*** (2.592)	
Variação da Receita Líquida	-4.97e-05 (-0.0425)			-0.000104 (-0.0884)
LN da Idade	0.0240*** (3.283)	0.0231*** (3.207)	0.0217*** (3.123)	0.0213*** (2.992)
Variação do Lucro	-7.16e-06 (-1.317)	-7.00e-06 (-1.264)	-6.77e-06 (-1.229)	-6.89e-06 (-1.263)
Setor Indústria	0.123*** (7.251)	-0.00488 (-0.303)	-0.00504 (-0.314)	-0.00640 (-0.403)
Setor Serviço	-0.00662 (-0.418)	0.00809 (0.559)	0.00883 (0.615)	0.0135 (0.950)
Big Four	0.0114 (0.800)	0.124*** (7.210)	0.116*** (7.314)	0.116*** (7.373)
Constante	0.637*** (10.85)	0.661*** (11.30)	0.589*** (26.00)	0.589*** (25.54)
Observações	628	643	643	628
R-squared	0.106	0.092	0.100	0.095
r2_a	0.0948	0.0838	0.0910	0.0863
F	9.209	10.78	11.72	10.87
Media do VIF	1,24	1,21	1,31	1,22

Nota: Estatística t entre parênteses.

Nota: Os asteriscos indicam significância estatística em 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Fonte: Elaboração própria. Saídas do Stata.

Com base nos resultados dos modelos apresentados é possível aceitar a segunda hipótese, que preconiza uma relação positiva entre o “endividamento”, avaliado pelo Endividamento de longo prazo dividido pelo Ativo Total, e o nível de divulgação das empresas. Isso no Modelo 1 (Geral) a 5% de significância e no Modelo 3 (Endividamento) a 1%. Considerando que

as empresas de Capital Fechado, diferente das empresas de Capital Aberto, possuem como principais fontes de financiamento os bancos e as financeiras, é realmente esperado que haja maior evidenciação nos casos de empresas mais endividadas. Isso pela necessidade de maior transparência, a fim de auferir melhores relacionamentos, sobretudo, com o foco em menores taxas de juros em futuras operações de crédito.

A variável de controle “Idade” foi significativa em todos os modelos a 1%, o que confirma que quanto mais madura a empresa maior é o nível de publicação. A presença de uma auditoria *Big Four* foi também significativa e positiva nos modelos 2, 3 e 4 e de acordo com sinal esperado.

Os resultados do modelo de regressão linear múltipla, apresentado acima, são coerentes com o que foi revelado pela estatística descritiva em relação às empresas auditadas por *Big Four*, corroborando com os estudos que verificaram melhores níveis de *disclosure* (qualitativo e quantitativo) em empresas auditadas por *Big Four* (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003; VAN CANEGHEM; CAMPENHOUT, 2010; LARDON; DELLOF, 2013). São duas as possibilidades explicativas para esse fato: (i) de um lado a presença de uma *Big four* serve de subsídio para evidenciações de melhor qualidade, por outro lado; (ii) conforme destacam Murcia e Santos (2009), as auditorias *Big four* costumam não se associar a empresas com baixo nível de evidenciação a fim de manter sua reputação.

Na tabela 15 apresentam-se os resultados das regressões sem a presença da variável de controle *Big Four*.

Tabela 15 - Resultados da regressão linear múltipla, sem *big four*

Variáveis	Geral	Tamanho	Endividamento	Performance
	1	2	3	4
LN Ativo Total	0.00603* (1.837)	0.00476 (1.450)		
Emp. Longo P.	6.64e-05*** (2.697)		5.97e-05** (2.406)	
Variação da Receita Líquida	-0.000434 (-0.356)			-0.000450 (-0.368)
LN da Idade	0.0185** (2.452)	0.0179** (2.406)	0.0214*** (2.963)	0.0206*** (2.788)
Variação do Lucro	-6.01e-06 (-1.063)	-5.87e-06 (-1.020)	-6.17e-06 (-1.076)	-6.34e-06 (-1.115)

Variáveis	Geral	Tamanho	Endividamento	Performance
	1	2	3	4
Setor Indústria	-0.0162 (-0.986)	-0.0149 (-0.892)	-0.0159 (-0.957)	-0.0169 (-1.025)
Setor Serviço	3.35e-05 (0.00228)	-0.00310 (-0.207)	-0.00711 (-0.482)	-0.00279 (-0.191)
Constante	0.518*** (8.836)	0.543*** (9.313)	0.618*** (26.64)	0.620*** (26.19)
Observações	628	643	643	628
R-squared	0.030	0.018	0.024	0.016
r2_a	0.0195	0.0105	0.0161	0.00794
F	2.782	2.358	3.106	2.004
Media do VIF	1,22	1,29	1,25	1,25

Nota: Estatística t entre parênteses. Nota: Os asteriscos indicam significância estatística em 1% (***), 5% (**) e 10% (*). Fonte: Elaboração própria. Saídas do Stata.

No Modelo 1 (Geral) não podemos aceitar a hipótese de que quanto maior o tamanho, avaliado pelo *Ln* do ativo total, maior o nível de divulgação das empresas, visto que a variável foi significativa em apenas um modelo dos quatro testados, sendo seu coeficiente muito pequeno (0.00603) a 10% de significância. A hipótese dois (H_2) de endividamento também foi aceita, tanto no Modelo 1 a 1% de significância, quanto no Modelo 3 (endividamento) a 5%, levando às mesmas conclusões do modelo que incluiu a variável de controle *Big four*. A variável Idade mantém-se significativa e positiva em todos os modelos.

Não foi possível confirmar em nenhum modelo a hipótese três a qual estabelece que a *performance* econômica, avaliada pela variação da receita líquida, aumenta o nível de divulgação das empresas. Em estudos como o de Bushman e Smith (2001), melhores *performances* empresariais tenderiam a ser seguidas por maiores níveis de divulgação, a fim de atrair novos investidores ao ser revelada uma boa oportunidade de negócio. Todavia, essa parece ser uma realidade inequívoca para empresas de capital aberto, que tendem a possuir uma maior liquidez e giro de acionistas. Já para as empresas S.A. de Capital Fechado, a dinâmica de compra e venda de ações é restrita a poucos grupos empresariais e, nesse sentido, a assimetria informacional é menor devido ao maior acesso dos acionistas à informação. Nesse caso acredita-se que não há incentivos para que se incorra em custos de evidenciação a fim de revelar boas notícias no tocante à *performance*.

Já em relação aos setores aqui classificados como Comércio, Indústria e Serviço, não foram encontrados resultados significativos. Todavia, os resultados das análises descritivas, que se utilizaram da classificação do sistema Comdinheiro®, revelaram resultados profícuos, por exemplo, quando foi identificado que os setores mais complexos como Mineração e Indústria de Construção Pesada costumam utilizar em grande medida auditorias e apresentar maiores níveis de *disclosure*. Isso revela que a consolidação em apenas três setores (Comércio, Indústria e Serviços) prejudica a análise.

Na tabela 16 apresentam-se os resultados do Modelo 2, a regressão logística, que traz como variável dependente o Nível de *disclosure* obrigatório. Como detalhado na apresentação do modelo, as empresas que pontuaram de 0 a 0,7 receberam escore “0”, classificada como baixo nível de *disclosure*. As que pontuaram entre 0,7 e 1 receberam escore “1”. Essa divisão da amostra com base na mediana do Índice.

Tabela 16 – Resultados da Regressão Logística (modelo 2)

Determinantes	Varáveis	Modelos c/ Big four		Modelos S/ Big four	
		1	2	3	4
Tamanho	LN Ativo Total	0.9581	0.9466	1.0807*	1.066
		(-0.84)	(-1.05)	(1.68)	(1.35)
Endividamento	Emp. Longo P./Ativo total	1.0015	1.0015	1.0015	1.0015
		(-0.09)	(0.08)	(0.11)	(0.11)
Performance	Variação da Receita Líquida	1.0164	1.0169	1.011	1.011
		(-0.87)	(0.90)	(0.61)	(0.64)
Grau de maturidade	LN da Idade	1.1715	1.1474	1.086	1.068
		(-1.429)	(1.25)	(0.78)	(0.63)
Lucratividade	Variação do Lucro	0.997543		0.99765	
		(-1.35)		(-1.32)	
	Lucro em t-1		1.2761		1.261
			(1.30)		(1.28)
Auditoria	Big Four	6.509***	6.396***		
		(5.82)	(5.77)		
Setor	Setor Indústria	0.58379**	0.6075**	0.5377**	0.5583**
		(-2.23)	(-2.06)	(-2.67)	(-2.50)
	Setor Serviço	0.8727816	0.8829	0.7695	0.7762
		(-0.63)	(-0.57)	(-1.26)	(-1.21)
	Constante	1.603454	1.7664	0.3336	0.3743
		(0.53)	(0.64)	(-1.33)	(-1.19)
	Observações	628	629	628	629

Lr Chi2	6,087	5,674	1,742	1,410
Probabilidade >chi2	0,000	0,000	0,015	0,049
Pseudo R2	0,070	0,066	0,020	0,016
Classificação correta	61,31%	60,10%	60,51%	56,92%

Nota: Modelos com variável dependente binária que assume valor 1 se a empresa possui Alto nível de *disclosure* e 0 caso contrário.

Nota: Estatística Z entre parênteses.

Nota: Os asteriscos indicam significância estatística em 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Fonte: Elaboração própria. Saídas do Stata®.

Quanto à validação dos modelos e matrizes de classificação, em termos globais, o modelo classificou corretamente em média 60% das observações, o que mostra um ajuste aceitável, em termos de tabela de expectativa de predição. Foram estimadas as ordens de chances (*Odds Ratios*) para a ocorrência do evento Alto Nível de *Disclosure* ($y=1$). Essa saída do *Stata*® não pode ser interpretada diretamente, sendo necessário subtrair o valor um (1) do coeficiente e multiplicar por cem (100) para obter o valor em percentual.

Diferente do modelo de regressão, o setor indústria foi significativo a 5% em todos os modelos logísticos. Os resultados mostram que empresas do setor industrial têm menos 41,63% de chance (Modelo 1) de ter Alto Nível de *Disclosure*. Isso completa a análise do modelo de regressão, reforçando o argumento de que a consolidação dos setores generaliza demasiadamente a análise, perdendo importantes nuances.

Na tabela abaixo se destacam as nuances que ocorre no âmbito do setor consolidado “Indústria”, seja em termos de quantidades de empresas da amostra, seja considerando o percentual de empresas auditadas.

Tabela 17 - Abertura do setor Indústria da amostra

Setor Indústria	N. de empresas	Emp. Auditadas	
		Nº	%
Agronegócio	42	6	14%
Alimentos	5	2	40%
Alimentos Processados	23	19	83%
Biocombustíveis, Gás e Petróleo	6	3	50%
Celulose, Papel e Madeira	6	2	33%
Construção e Imóveis	18	6	33%
Indústria	183	8	4%
Indústria - Construção Pesada	4	4	100%

Setor Indústria	N. de empresas	Emp. Auditadas	
		Nº	%
Indústria - Máqs. e Equip.	5		
Indústria - Materiais de Construção	11	1	9%
Mineração	15	12	80%
Metalurgia e Siderurgia	16	4	25%
Tecidos, Vestuário e Calçados	14		
Total	348	67	19%

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

A hipótese um (H_1), onde o tamanho da empresa levaria a um maior nível de *disclosure*, foi rejeitada também no modelo *logit*, visto que apenas no Modelo 3 a variável Tamanho do Ativo foi significativa a 10%. Esse achado pode sinalizar que tamanho seja mais relevante para explicar o *disclosure* voluntário do que o obrigatório. Cabe também ressaltar que a amostra contempla empresas S.A. de Capital Fechado de diversos tamanhos, sendo as empresas com Patrimônio líquido maior que um milhão obrigadas a publicar. Vale ressaltar que, para a amostra dessa dissertação, apenas 16 empresas estavam desobrigadas também de publicar.

Ainda em relação ao tamanho, é importante lembrar as previsões de Watts e Zimmerman (1990) e a sua hipótese dos custos políticos. Para esses autores, as empresas de grande porte estão sujeitas a importantes Custos políticos (monitoramento, atendimento, processual e evidenciação), estando sempre no foco dos diversos usuários, o que seria o motivador para um maior nível de evidenciação. De forma complementar, Murcia e Santos (2009, p. 88) lembram que a estrutura operacional de grandes empresas tende a ser melhor, o que facilitaria a preparação e divulgação de suas demonstrações contábeis. É por esse motivo que o tamanho se torna significativo para estudos sobre *disclosure* voluntário.

No que tange a variável “*Big Four*” verificou-se que ela mantém-se significativa e positiva em todos os modelos de Regressão *Logit*, o que confirma os achados do modelo de regressão Linear e das estatísticas descritivas.

Por fim, é importante ressaltar que alguns resultados aqui encontrados estão na contramão do que descobriu Silva (2014), ao também estudar

empresas S.A. de Capital Fechado, embora seu estudo tenha focado somente em Pequenas e Médias Empresas. Uma amostra disso é que, em seu estudo, o autor não encontrou significância na variável “endividamento”, porém verificou relevância na variável “tamanho”. Acredita-se que a divergência de resultados refira-se à segmentação da amostra e à metodologia para quantificar e qualificar o *disclosure*.

5 CONCLUSÕES

Essa dissertação tratou do tema evidenciação contábil, ou seja, a transparência das informações contábeis de empresas. A transparência se tornou nos últimos anos um requerimento irrefutável para a atuação num sistema no qual os usuários são cada vez mais exigentes, as normas cada vez mais abrangentes (vide convergências) e as instituições cada vez mais rigorosas, ou seja, uma Economia baseada na Informação e no Conhecimento. Seja a transparência pública ou a privada, a disponibilidade de informação de qualidade tem sido o requisito fundamental para a chancela dos atores no século XXI.

Ao longo da dissertação, buscou-se entender os fatores explicativos do nível de *disclosure*, ou de transparência, das empresas S.A. de Capital Fechado. Evidentemente isso tem a ver com estratégias, ou a falta delas, que determinam o posicionamento das empresas no mercado. A opção pelo Capital Fechado se deveu ao fato de que os estudos empreendidos até o momento no Brasil deram conta de analisar as empresas de Capital Aberto, em especial, aquelas que operam na Bolsa de Valores de São Paulo, encontrando respostas importantes para o grau de *disclosure* obrigatório, mas principalmente voluntário, desse conjunto de empresas. Todavia, essa opção deixou uma considerável lacuna em torno do funcionamento das empresas S.A. de Capital Fechado. A fim de contribuir para a redução dessa lacuna, essa dissertação também trouxe como fundamento teórico a perspectiva da Teoria do *Disclosure*. Já como perspectiva metodológica, utilizou-se de técnicas de Regressão Linear Múltipla e Regressão logística.

Ao se apresentarem as primeiras estatísticas descritivas, importantes aspectos foram revelados. O primeiro deles é que a despeito da existência das normas para a evidenciação obrigatória de informações contábeis, um contingente de empresas não cumpre a norma, o que se aparece na apuração de um índice de *disclosure* obrigatório médio de 0,65, do total de um (1) possível. Ou seja, os resultados descritivos revelaram heterogeneidades no processo de evidenciação das empresas, mostrando

que em certos casos os aspectos normativos não têm sido determinantes para forçar as empresas a divulgarem mais.

A pesquisa também revelou que setores mais complexos tendem a apresentar um maior nível de *disclosure*, tais como Indústria Pesada, Saúde, Mineração, Energia, entre outros. Ao se analisar o padrão contábil informado pelas empresas da amostra, verificou-se que em muitos casos essa informação sequer foi apresentada. Por se tratar de um item de divulgação obrigatória e de simples aferição (aliás, o padrão contábil é determinado *ex-ante*), percebe-se que em alguns casos a qualidade da divulgação pode ser questionada.

A desatenção no que tange à divulgação do padrão contábil pode ser reveladora de desinteresse no processo de divulgação como um todo. É possível que esse desinteresse possa ser explicado pelas dificuldades no que tange ao processo regulador e/ou fiscalizador. Isso é confirmado pelo baixo percentual média de divulgação das empresas que não informaram o padrão. Nessa linha aparece também a baixa aderência a publicações dos relatórios da administração, seja por empresas obrigadas ou não.

Quando analisada a presença de auditorias nas empresas, verificou-se a tendência de maior índice de *disclosure* justamente em empresas que contam com auditoria, sobretudo quando esta se trata de uma *big four*. No entanto, percebeu-se que a presença de auditoria não é suficiente para determinar um maior nível de *disclosure*, haja vista os menores índices apresentados em alguns setores que optaram por auditoria voluntária.

Os resultados alcançados e que cumprem os objetivos dessa dissertação revelam uma aproximação dos fatores explicativos do nível de *disclosure* de empresas S.A. de Capital Aberto e Fechado, tal como a presença de *Big four* e o endividamento. Entretanto, residem importantes diferenças que chamaram a atenção durante a análise.

Nos modelos de Regressão, por meio dos testes, foi possível aceitar apenas a hipótese 2 (H_2), a hipótese de endividamento. Para essa hipótese, que espera uma relação positiva entre os níveis de *disclosure* e as necessidades de obtenção de crédito, a explicação passa pela necessidade de as empresas manterem transparência diante de seus credores, sobretudo

por meio de divulgação de boas notícias. Ou seja, quanto maior o endividamento, maior a necessidade de prestação de contas.

Já para as hipóteses 1 (H_1) e 3 (H_3) os testes não tiveram significância estatística em nenhum dos modelos. No caso do tamanho (H_1), a explicação passa pelo fato de a análise se circunscrever ao *disclosure* obrigatório, diferente das análises aplicadas para as empresas de capital aberto, que em geral analisam o *disclosure* voluntário. Já para a hipótese da *performance* influenciando positivamente o *disclosure* (H_3), uma explicação para a baixa significância passa pelas características dessa natureza jurídica específica, as S.A de Capital Fechado. Por terem, em média, poucos acionistas, parecem ser raros os momentos em que a empresa precisa divulgar boas notícias para atrair novos investidores, ou interessados em adquiri-la.

Já em relação ao setor de atuação, ficou evidente a relevância de se trabalhar com amostras setoriais menos consolidadas, tendo em vista as características específicas de indústrias dentro do setor industrial, por exemplo.

As idiossincrasias internas do campo de análise das empresas S.A de Capital Fechado, ressaltada inclusive pelos resultados contraditórios em relação a outros trabalhos sobre *disclosure*, aponta para a necessidade de se realizarem novos estudos incorporando novos modelos e testando outras bases de dados. Esses estudos são fundamentais para se avançar no entendimento do funcionamento do ambiente empresarial dessa Natureza Jurídica, o qual certamente possui muitas nuances em relação ao mundo em que operam as empresas de Capital Aberto.

Assim, mais do que as abordagens quantitativas, os estudos sobre as motivações específicas para aumentar ou reduzir o *disclosure* de empresas de S.A de Capital Fechado podem buscar o entendimento sobre as seguintes questões: Quem são os consumidores da informação? As empresas produzem informação de qualidade com possibilidade de divulgação? Quais são os custos envolvidos com a divulgação? Qual é a relação entre os benefícios esperados com a divulgação e os custos envolvidos com o processo? Existem motivações suficientes para que as empresas menores

incorram nos custos de maiores divulgações? Existem diferenças substanciais de *disclosure* entre os diversos setores?

Sugere-se que esses novos estudos, ao constituírem seu próprio índice de *disclosure*, levem em conta também análises das informações disponíveis nos *web sites* das empresas, inclusive a própria existência ou não de um website pode ser considerado um item para a construção de um novo índice (nesse caso voluntário). Aliás, sugere-se avançar na construção de um índice mais robusto, que incorpore um conjunto maior de itens, possibilitando análises comparativas com as empresas equiparadas de Capital Aberto.

Em termos de análise qualitativa, seria importante analisar as estruturais regimentais de cada empresa, verificando a existência ou não de obrigаторiedades de divulgações específicas, inclusive no que tange a requerimentos de *disclosure* ambiental ou a interferência de processos de certificação. Outra variável qualitativa a ser investigada relaciona-se aos objetivos de captação de novos investidores, o que pode ser feito por meio de estudos de eventos que incorporem informações sobre o nível de divulgação correlacionando-o com processos de mudanças societárias. Além disso, podem-se buscar indicadores de medida de reputação de empresas de Capital Fechado, sendo uma possível variável a ser testada enquanto explicação do *disclosure*. Sugere-se também a manipulação de técnicas de análise multivariada, como a Análise de Correspondência e de Conglomerados, assim como tem caminhado os estudos sobre *disclosure* de empresas de Capital Aberto.

Por fim, para que essas sugestões sejam viabilizadas, é imprescindível que haja um esforço conjunto das instituições e pesquisadores que estudam o tema, a fim de que se organize e sistematize bases de dados acerca das empresas S.A de Capital Fechado. Essa seria uma forma de avançar no entendimento desse universo de empresas ainda pouco estudado no Estado do Espírito Santo e no Brasil.

REFERÊNCIAS

- ARCHAMBAULT, Jeffrey; ARCHAMBAULT, Marie. A multinational test of determinants of corporate disclosure. **International Journal of Accounting**, v. 38, p. 173-194, 2003.
- ALENCAR, R. C.; LOPES, A. B. *Custo de capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras*. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo-SP. Anais..., 2005.
- ALMEIDA, J. E. F.; SARLO NETO, A.; BASTIANELLO, R. F.; MONEQUE, E. Z. Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM&FBovespa. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v.23, n.58, pp. 65-75, 2012.
- ALMEIDA, J. E. F. *Qualidade da Informação Contábil em Ambientes Competitivos*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.
- AZUMA, T.; OKADA, K. Can Investors in the Stock Market Generate Profit from the Analysts? An empirical analysis of Analysts' signals disseminated from Bloomberg. **SSRN**. 2013. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2275901>
- BAUMS, Theodor. *Changing patterns of corporate disclosure in continental Europe: The example of Germany*. European Corporate Governance Institute (EGCI) – Law Working Paper. Social Science Research Network. Outubro, 2002.
- BAIMAN, S.; VERRECCHIA, R. the Relation among Capital Markets, Financial disclosure, Production efficiency, and Insider Trading.", **Journal of accounting research** (Spring, 1996): 1-22.
- BALL, R., KOTHARI, S.P., Robin, A., 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting & Economics** 29, 1–52.
- BEAVER, W., Financial reporting: an accounting revolution. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ. 1998.
- BOTOSAN, Christine. Disclosure level and cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, p. 323-349, 1997.
- BUSHMAN, Robert M.; PIOTROSKI, Joseph D. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. **Journal of Accounting and Economics**. 2005.

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J. SMITH A. What determines corporate transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42, p. 207-253, 2004.

CHAJET, C. Corporate reputation and the bottom line. *Corporate Reputation Review*, 1, 19-23, 1997.

BUSHMAN, R.; J. SMITH A. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**. V.32, p. 237-333, 2001.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; SANTOS, S. C.; Niyama, J. K. A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **Revista Economia e Gestão**, PUC Minas, Belo Horizonte, v. 5, n. 11, p. 56-76, dez. 2005.

DEPOERS, F. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. **European Accounting Review**, 9, 245–263.

DIAMOND, Douglas; VERRECCHIA, Robert. Disclosure, liquidity and the cost of capital. **Journal of Finance**, v. 46, p. 1325-1360, 1991.

DYE, Ronald. Disclosure of nonproprietary information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, p. 123-145, 1985.

DYE, Ronald. An evaluation of ‘essays on disclosure’ and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 181-235, 2001.

FARIAS, M. R. S.; FARIAS, T. R. *Papel epistemológico da teoria e pesquisa em contabilidade*. In: *Enfoque Contábil*, v.33, n.3, set.dez.2014, pp.121-135.

FEE – Fédérations des Experts Comptables Européens. *Enforcement – Mechanismos in Europe: A preliminary investigations of Oversight Systems*. Bruxelles, Belgian, 2001. Disponível em: <http://www.fee.be/images/publications/accounting/Enforcement%20Mechanisms%20in%20Europe153200520952.pdf>., acesso em 03 dez.2015.

FUJINO, A. (2000). *Serviços de Informação no processo de cooperação universidade-empresa: proposta de um modelo de mediação institucional para micro e pequenas empresas*. São Paulo: ECA, USP. Tese (Doutorado). Escola de Comunicações e Artes, Universidade de São Paulo.

FROST, Carol; GORDON, Elizabeth; POWNALL, Grace. Financial reporting and disclosure quality, and emerging market companies’ access to capital in global markets. **Social Science Research Network**. Abril, 2008.

GROSSMAN, S. J. The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality. **Journal of Law and Economics**. v. 24, n. 3, p. 461 – 483, 1981.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. *Disclosure Laws and Takeover Bids*. **The Journal of Finance**. v. 35, n. 2, p. 323 – 334, 1980.

HEALY, P.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDAS, Michael F. van. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

HOLTHAUSEN, Robert W.; LEFTWICH, Richard W. The economic consequences of accounting choice: implications of costly contracting and monitoring. **Journal of Accounting and Economics**. v. 5, p. 77-117. 1983.

HOSSAIN, Mohammed. The extent of disclosure in annual reports of banking companies: The case of India. **American Accounting Association Annual Meeting**, 2008, Anaheim.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexandro Broedel. *Teoria Avançada de Contabilidade*. 1ª ed., São Paulo, Editora Atlas, 2004.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

KOTHARI, S.P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, 31 (2001) 105–231.

KPMG Auditores Independentes. Lei 11.638/07 altera a Lei das SAs (Lei 6.404/76), Resumo dos principais impactos, 2008.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre *disclosure* e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 165p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

LARDON, A.; DELOOF, M. Financial disclosure by SMEs listed on a semi-regulated market: evidence from the Euronext Free Market. **Small Business Economics**, v. 42, i. 2, pp 361-385, 2014.

Leftwich, R., 1980. Market failure fallacies and accounting information. **Journal of Accounting and Economics**, 2, 193–211.

LIMA, G. A. S. F de. *Utilização da Teoria da Divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras*. 2007. 118 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). - Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

LOPES, A. B. (2001). *Uma contribuição ao estudo da relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o Modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. Tese de doutorado, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

LOPES, A. B.; MARTINS, Eliseu: *Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.

LOPES, A. B.; de ALENCAR, R. C. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. *The International Journal of Accounting*, v. 45, n. 4, p. 443-464, 2010.

MARTINEZ, A. L. *Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto*. 2004. Tese (Doutorado em Administração de Empresas)—Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.

MAIA, H. A.; FORMIGONI, H.; SILVA, A. A. Empresas de Auditoria e o Compliance com o Nível de Evidenciação Obrigatório Durante o Processo de Convergência às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 14, n. 44, p. 335-352, 2012.

MILGRON, P. R. Good news and bad news: representation theorems and applications. **The Bell Journal of Economics**. v. 12, n. 2, p. 380 – 391, 1981.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. D. Fatores determinantes do nível de Disclosure Voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.

ODA, P. **Transações com partes relacionadas, governança corporativa e desempenho: um estudo com dados em painel**. 2011. 98 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

PATTEN, Dennis M. *Exposure, Legitimacy and Social Disclosure*. **Journal of Accounting and Public Policy**. New York, vol. 10, n. 4, p. 297-308, winter, 1991.

RAFFOURNIER, B. The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. **European Accounting Review**, 4, 261–280, 1995.

ROBERTS, P. W., & DOWLING, G. R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 12, p. 1077-1093, Dec. 2002.

SAITO, R.; VILLALOBOS, S. J. S.; BENETTI, C. Qualidade das projeções dos analistas sell-side: evidência empírica do mercado brasileiro. **Revista de Administração**, v. 43, n. 4, art. 6, p. 356-369, 2008.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M.. Ensaio Sobre a Teoria da Divulgação. **BBR - Brazilian Business Review**, vol. 2, núm. 1, enero-junio, 2005, pp. 53-70.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B.. M. Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

SANTOS, Edilene Santana; PONTE, Vera Maria Rodrigues and MAPURUNGA, Patrícia Vasconcelos Rocha. Adoção Obrigatória do IFRS no Brasil (2010): Índice de Conformidade das Empresas com a Divulgação Requerida e Alguns Fatores Explicativos. **Rev. contab. finanç.**[online]. 2014, vol.25, n.65, pp. 161-176.

SANTOS JUNIOR, J.L. *Teorias do desenvolvimento e desenvolvimento teórico: o Estado do Espírito Santo em perspectiva*. In SANTOS JUNIOR, J. L. & SANTOS, W.L.P. (Orgs.). Desafios do Desenvolvimento Capixaba no Século XXI. Vitória, Curitiba: Editora CRV, 2013.

SARLO NETO, A. **Relação entre estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. 2009. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2009.

SCOTT, William R. **Financial accounting theory**. 6th ed. Toronto: Pearson Canada, 2012.

SILVA, A. A. *Relação entre o nível de disclosure e as características das pequenas e médias empresas no processo de convergência: uma análise em sociedades anônimas de Capital Fechado*. (Dissertação de Mestrado), Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória –ES, 2014.

SKINNER, D. J. (1997). Earnings disclosures and stockholder lawsuits. **Journal of Accounting and Economics**, 23, 249–282.

SODERSTROM, N.; SUN,K. IFRS adoption and accounting quality: a review. **European Accounting Review**, v.16, i.4, p. 675-702, 2007.

Stocken, P. C. (2000). Credibility of voluntary disclosure. **The Rand Journal of Economics**, 31, 359–374.

VALENTE, N.T.Z. *Qualidade da informação contábil na perspectiva da Ciência da Informação*. Universidade de São Paulo, Programa de Pós-Graduação em Ciência da Informação (Tese de Doutorado), São Paulo: USP, 2014.

VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, 5 (3): 179-194. 1983.

VERRECCHIA, R. E. Essays on *disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, n. 32, p. 97-180, 2001.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J.L. **Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective**. The Accounting Review. V. 6